

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

EMISSÕES EXTERNAS

Marcelo Reis da Fonseca
No. de matrícula 9315733

Orientadores: Márcio G. P. Garcia
Luís Roberto Cunha

Junho de 2003

7,0

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

EMISSÕES EXTERNAS

Marcelo Reis da Fonseca

Marcelo Reis da Fonseca
No. de matrícula 9315733

Orientadores: Márcio G. P. Garcia
Luís Roberto Cunha

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

Junho de 2003

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Agradeço à excelente orientação dada pelos professores Márcio G.P. Garcia & Luís Roberto A. Cunha, a grande ajuda prestada pela ANBID pelo fornecimento de dados de forma gratuita através de Eugênio P. Chaves e aos meus familiares e amigos pelo incentivo.

ÍNDICE:

I. Introdução.....	07
II. Análise Teórica dos Regimes Cambiais.....	08
II.1. Câmbio fixo.....	08
II.2. Câmbio flutuante.....	13
II.3. Câmbio controlado.....	17
III. Análise Teórica sobre as Emissões Externas.....	20
III.1. Demanda por Emissões.....	27
III.1.1. Riqueza.....	28
III.1.2. Rendimentos esperados.....	29
III.1.3. Aplicações alternativas.....	32
III.1.4. Risco.....	33
III.2. A oferta de emissões.....	41
III.2.1. Ciclo da Economia.....	42
III.2.2. Ganho de Arbitragem.....	43
III.2.3. Diferença entre as taxas internas de captação e as taxas externas de captação mais hedge & prêmio de risco.....	46
III.2.4. Necessidade de financiamento do governo.....	48
III.3. Tipos de Emissões.....	49
III.3.1. Bônus.....	51

III.3.2. Empréstimos sindicalizados.....	52
III.3.3. Notas Promissórias.....	52
III.3.4. <i>Commercial Papers</i>	52
III.3.5. ADR's.....	53
IV. Conclusão.....	55
V. Referências Bibliográficas.....	57

ÍNDICE DE TABELAS:

1) Juros dos títulos do governo por prazo (dias).....	60
2) Spread dos títulos do governo por prazo (dias).....	61
3) Spread dos bônus de bancos.....	62
4) Juros dos bônus bancários.....	63
5) Prazo médio emissões (prazo / número emissões ao mês).....	64
6) Prazo médio das emissões (prazo / número emissões no mês).....	65
7) Vencimentos & emissões mensais, US\$ MILH.....	66
8) Selic / swap DI-pré / C-bonds.....	67
9) Variação de capitais de curto prazo, mensal US\$ MILH.....	68
10) Valores rela semes bge.....	69
11) Volume de emissões por semestre, US\$ MILH.....	70
12) Composição das emissões por semestre.....	71
13) Composição das emissões por semestre 2.....	72
14) Volume médio das emissões ao mês US\$ MILH.....	73
15) Prazo médio.....	74
16) Volume de ADR's US\$ MILH.....	75

I. INTRODUÇÃO

A motivação para a escolha do tema teve como base o importante papel dos títulos emitidos no exterior como captador de poupança para o Brasil ao longo de sua história - especificamente ao longo do Plano Real - e também devido as poucas fontes que tratam deste tema de forma abrangente.

Com o objetivo de ter um maior conhecimento sobre os determinantes, características e dinâmica da afamada dívida externa brasileira, representada pelos títulos emitidos, me dispus a tratar deste tema.

Primeiramente se analisará os diferentes tipos de regimes cambiais devido a sua influência nas emissões, mostrando suas hipóteses teóricas e observadas por diversos economistas. Faço considerações sobre a influência de cada tipo de regime cambial sobre as emissões.

No capítulo seguinte é mostrado uma formulação teórica sobre as emissões externas, através do sistema de demanda e oferta, onde se analisa as curvas com respeito as suas características, determinando os fatores que as influenciam e seu modo de interação. Utilizando-se diversos trabalhos, comentários e fatos para ilustrar estas características e interações, a fim de se ter um melhor conhecimento das forças que agem no mercado de título. Ao final deste capítulo é mostrado os diferentes tipos de títulos e operações para se obter recursos externos, explicando suas características e como funciona o processo de emissão de um título.

Na conclusão faço uma breve análise do comportamento das emissões brasileiras ao longo do período de 1994 à 2000, destacando que a formulação teórica me ajudou fortemente nas conclusões.

II. ANÁLISE TEÓRICA DOS REGIMES CAMBIAIS

Neste capítulo analisamos os diferentes tipos de sistemas cambiais, analisando seus pressupostos teóricos e práticos de acordo com vários economistas. Analisando posteriormente as suas influências sobre as emissões externas.

II.1. CÂMBIO FIXO

Sistema cambial o qual fixa a paridade da cotação da moeda nacional a uma moeda estrangeira mais forte ou estável. Podendo-se indexá-la a uma cesta de moedas de diferentes países com os quais tem grande parte de seu comércio exterior ou a um produto como na primeira metade do século XIX no qual as moedas de diversos países eram indexados ao ouro. Assim sendo o governo do país sobre o câmbio fixo garante que a cotação da moeda nacional não se alterará, fazendo o governo todo o possível para manter a cotação inalterada. Desde a queima ou aumento de reservas, a alterações nos juros e aumento ou diminuição da oferta de títulos do governo indexados ao câmbio entre outras medidas possíveis visando equilibrar a demanda e oferta de moeda estrangeira.

O trabalho de McKinnon ¹ sobre as uniões monetárias ótimas foi um grande defensor do câmbio fixo. Ele tem como pressupostos a neutralidade de moeda a curto e longo prazos, ou seja alterações na oferta monetária não afetam o produto real da economia e sim só alteram o nível de preços. Assim alterações na taxa cambial como uma depreciação levaria a uma melhora transitória na balança de pagamentos que ao gerar superávites levam a um aumento no estoque de moeda que aumenta a demanda interna e ao não alterar o produto gera alteração no nível de preços e a valorização do câmbio, desfazendo-se assim o ganho cambial, só restando no final um maior nível de preços. Sendo esta uma

visão adepta da Teoria Quantitativa de Moeda que diz que na equação $MV = Py$ uma alteração em M , oferta monetária, não altera y , produto, e como a velocidade da moeda é supostamente estável o que se alterará será P ou o nível geral de preços. Sendo o seu argumento para este comportamento a curva de Phillips vertical na qual os agentes ao se depararem com uma maior oferta monetária e anteciparem a inflação futura não permitem alterações no produto a curto prazo.

A hipótese que sustenta esta prescrição é a de que movimentos de comércio e de capitais tendem a se compensar dando equilíbrio as contas externas sem a necessidade de mudanças no preço relativo. Assim a taxa de câmbio nominal fixada no nível de paridade do poder de compra (PPC) não precisa se alterar.

A PPC assume a idéia de um mundo homogêneo, ignorando a diferença entre os bens produzidos, estruturas de produção e comercialização. Não lida com choques externos diferenciados entre os países nem assume diferenças geradas por efeito-renda ou mudanças de padrão de consumo. Ela não considera a diferença entre bens *tradeables* e *non tradeables* que impedem a existência de preço único.

A PPC diz que flutuações na taxa de câmbio são geradas principalmente por taxas de inflação divergentes entre os países. Isto levou McKinnon a propor que países que tivessem suas taxas de câmbio atreladas ou fixas que o meio de sua manutenção seria buscar taxas de inflação convergentes entre eles através de políticas monetárias coordenadas em busca de um agregado monetário comum.

Esta visão ortodoxa da economia não poderia deixar de colocar o governo num papel secundário no qual ele estaria impedido de emitir moeda com o objetivo de alterar a economia real, visto que isto só geraria alterações no nível de preços, e só a poderia fazer através de regras fixas de emissão que garantam a estabilidade de preços pela TQM.

Para McKinnon um sistema de taxas de câmbio fixas inseridas num padrão monetário comum seria mais eficiente pois iria eliminar as danosas flutuações das taxas cambiais e as intervenções para manter o comércio estável seriam menores devido ao fato que aos os

¹ MCKINNON, Ronald (*Monetary and exchange rates policies for international financial stability: a proposal. Journal of Economics Perspectives*, v.2, n.1, pg 83-103, 4semestre de 1988)

agentes econômicos confiarem na paridade cambial pequenas alterações nas taxas de juros pelo governo seriam suficientes para repelir ou atrair capitais caso necessário.

Esta teoria se mostrou mais factível em economias com grande comércio bilateral e no limite do produto potencial, que foi o caso da zona do Euro. Onde as economias apresentam um baixo crescimento e grande parte do seu comércio externo ocorre entre eles, sendo os mercados bastante integrados em termos legais com baixas tarifas além de terem uma longa tradição de comércio. Assim a fim de eliminar os custos de transação entre as diferentes moedas e suas flutuações danosas, estes países acharam que seria mais eficiente economicamente eles procurarem convergir as taxas de juros, inflação, déficit público e nível de endividamento para valores semelhantes com o objetivo de adotarem uma mesma moeda, o Euro, abrindo-se mão da moeda e da política monetária nacional. Eliminando assim as flutuações das taxas de câmbio entre eles, e mostrando que os diferentes níveis de preços em Euros das regiões foram determinadas por diferentes níveis de renda e produtividade.

No congresso de política monetária no Uruguai o laureado economista Robert Mundell² pregou as vantagens do câmbio fixo, o qual ele indicou para o Uruguai, com a adoção do *currency board*, falando o seguinte “...do ponto de vista econômico, para um país pequeno como o Uruguai, seria melhor ter a maior liberdade possível de comércio e uma taxa fixa de câmbio que utilizasse a principal moeda do mundo como referência, para poder alcançar taxas de crescimento constante, sem oscilações típicas das nações em desenvolvimento” . Ainda para Mundell o câmbio fixo com *currency board* é recomendável pois gera uma maior austeridade do governo ao lhe retirar o poder da política monetária, que agora é dependente da paridade cambial, reduzindo-se assim a especulação e as taxas de juros que convergiriam para a taxa da moeda forte.

O sistema de câmbio fixo pode assumir diferentes graus de rigidez, começando no tipo de sistema cambial primeiramente descrito, onde o governo fixa a paridade e usa instrumentos monetários para garanti-la como variações nos juros, queima ou acúmulo de reservas e oferta de títulos públicos indexados a moeda de parâmetro do câmbio, indo ao extremo do abandono da moeda e política monetária nacional como na zona do Euro.

² gazeta Mercantil, 13/04/2000, pg A12.

Um sistema intermediário porém mais rígido que o primeiro seria o sistema de câmbio fixo com a adoção do *currency board*, que ocorreu na Argentina na década de noventa, onde um conselho da moeda fixa a paridade da moeda com a moeda estrangeira, ou com uma cesta de moedas estrangeiras que não foi o caso, com amplo respaldo em reservas no Banco Central, de modo que para cada moeda local em circulação exista teoricamente o correspondente em dólar, sendo livre as negociações de troca de moeda ou até a existência de ambas as moedas na economia, podendo-se abrir contas em dólares ou na moeda local.

Um sistema cambial mais rígido seria a dolarização completa da economia, onde a moeda local seria substituída pela moeda forte. Assim o banco Central abre mão completamente da sua autonomia monetária levando aos choques externos serem completamente absorvidos pela economia real. Sendo que este sistema não possui, como na zona do Euro, uma política monetária que leva em consideração a situação de todos os países membros e as reservas são comuns ou agregadas. muito diferente de. Pois no país que adota a dolarização completa as suas reservas são separadas do país da moeda forte, que não levará em conta a situação dos outros países que abrirem das suas moedas ao determinar a sua política monetária. Assim o sistema de dolarização completa mostra-se mais extremo que o sistema de moeda comum. Sendo ele adotado principalmente por países pequenos que foram colônias ou que permanecem como territórios autônomos dos países da moeda adotada, ou seja países com fortes ligações comerciais e culturais que são principalmente países localizados no Caribe e na Polinésia.

Um complicador ao sistema de *currency board* ou de dolarização completa é o multiplicador bancário. Assumindo-se o exemplo da Argentina teríamos uma economia, no caso com *currency board*, que ao entrar-se com um Dólar, este é trocado ou não por Pesos que serão depositados em um banco, abrindo-se uma conta na moeda local ou externa. Este banco irá depositar parte deste dinheiro no BC via depósito compulsório e outra parte ele emprestará a outra pessoa que depositará este empréstimo em outro banco que fará o mesmo que o primeiro banco. A primeira pessoa terá x no primeiro banco a segunda pessoa terá y no segundo banco e assim por diante, fazendo-se que ao a primeira pessoa trocar os dólares no BC e depositar este dinheiro no banco, os bancos via empréstimos e depósitos ampliem ou multipliquem o dinheiro inicial ou meios de pagamento. Assim o Dólar inicial irá gerar mais Dólares ou Pesos dentro da economia mas que teria apenas um Dólar como garantia. O principio deste pensamento é mostrar que uma unidade monetária

estrangeira ao entrar no país irá ampliar a base monetária que ampliará os meios de pagamento não apenas na unidade convertida, mas sim esta unidade da base multiplicada pelo multiplicador monetário.

Levando-se esta análise para um nível maior ocorre o seguinte, os agentes econômicos ao trazerem Dólares para o país irão trocá-los ou não por Pesos no BC, pois como o câmbio é fixo em última análise é o BC que deve vender os Reais pela cotação estabelecida, a base monetária irá se ampliar e logo os meios de pagamento ainda mais devido ao multiplicador. As reservas em moeda estrangeiras serão a garantia destes depósitos em Dólares, assim se o país vier incorrendo em déficits na balança de pagamentos ou sofrer mudanças no cenário externo perdendo conseqüentemente reservas, estas garantias podem chegar a níveis críticos. Onde uma corrida de saques bancários por moeda externa ou fuga de capitais pode levar o país a um *default*, com a falta ou baixos níveis de moeda externa, levando a uma crise no comércio externo e na sociedade interna como se verificou na Argentina a partir de 2001. Assim estes sistemas cambiais podem levar a sérias conseqüências que vão além do comércio externo, ao atingir a sociedade de forma mais direta através de seus depósitos nos bancos levando a maiores conseqüências políticas e sociais.

Simonsen dizia na década de setenta que o câmbio fixo aumenta a volatilidade do produto para choques monetários externos, o que não era bem visto. Isto devido ao fato que para se gerar recursos externos nas transações correntes sem se alterar o câmbio, que pela sua lógica seria menos traumático em termos de produto, era preciso uma forte retração da demanda interna via políticas fiscais e monetárias, podendo-se atingir a recessão, para se disponibilizar os bens necessários as exportações para acomodar este choque externo.

Certos economistas acreditam que o sistema de câmbio fixo leva os agentes econômicos a se endividarem externamente excessivamente, visto que as garantias da paridade, dada pela margem da política monetária e reservas externas, e as diferenças de taxas de juros podem levar os agentes a arbitrarem com os juros num momento de sobra de capitais das economias externas, levando a entrada maciça de divisas que ao se acumularem em reservas dá a impressão de mais segurança ou menor risco desincentivando um ataque especulativo, ou quando ocorrer um movimento de perdas de

reservas isto irá desincentivar a permanência dos capitais dado a menor segurança potencializando este movimento. Assim a volatilidade econômica aumenta, o que não é desejado.

As emissões no câmbio fixo pode ter vantagens ou não, dependendo da situação externa da economia e logo da estabilidade cambial. Numa época favorável os agentes econômicos podem conseguir boas taxas nas emissões, como em épocas de aumento de capitais para mercados emergentes gerados pela baixa dos juros nos países desenvolvidos, mas em épocas de crise, que podem prolongar com o governo segurando o câmbio, o mercado externo se fecha radicalmente.

Teoricamente sobre o câmbio fixo os agentes preferem emitir papéis de prazo curto, devido ao baixo risco de mudança do câmbio e possibilidade de ganhos com a diferença entre as taxas de juros, ao invés de papéis de prazo maiores onde o risco de mudança cambial é maior e custo disto de difícil previsão.

Os emissores e compradores de títulos sobre este regime terão como prioridade olhar a situação e trajetória da balança de pagamentos, sendo importante fator o nível de reservas, para medir o risco de uma mudança no regime cambial, que se comparando com a diferença das taxas de juros internas e externas decidirão se é ou não atraente emitir ou comprar os títulos.

II.2. CÂMBIO FLUTUANTE

No câmbio flutuante as transações com moeda estrangeiras podem ser feitas livremente sem a intervenção do governo sendo a sua cotação determinada pelas forças do mercado, caso haja intervenção chama-se uma flutuação suja que pode ocorrer devido a adoção de uma política de metas de inflação. O governo fica mais livre para determinar a taxa de juros ótima do que com o sistema de câmbio fixo, pois o impacto das taxas de juros recairá mais sobre as taxas de câmbio e não sobre as reservas como no câmbio fixo, onde as taxas de juros precisam ser alteradas afim de se conservar as reservas garantindo a paridade.

Os economistas que defendem o câmbio flutuante mostram algumas características comuns, acreditam na neutralidade da moeda no longo prazo mas no curto prazo acreditam que ela tem efeitos transitórios sobre a economia real. Consideram a imperfeição do papel regulador dos mercados devido a rigidez de certos preços, e assim só consideram a PPC como fixa no longo prazo, a qual refletiria a taxa de câmbio real permanente de Dornbush ³ a qual só é atingida no longo prazo, pois o câmbio se ajusta mais rápido que os preços. Ou ainda, como a manutenção da PPC significa a manutenção do poder aquisitivo, supor que as flutuações da taxa de câmbio nominal ocorrem para manter a PPC significa supor que não há mudança de preços relativos entre países, o que é a hipótese no longo prazo.

Milton Friedman ⁴ foi um dos primeiros defensores das taxas de câmbio flutuante afirmando que a flutuação levaria à maior estabilidade pois os movimentos das taxas tenderiam a se aproximar de seus valores “normais” e manteria o balanço de pagamentos equilibrado. Enquanto Harry Johnson ⁵ valorizava os aspectos nacionais como a sua independência que poderia ser atingida com o câmbio flutuante uma vez que a flutuação cambial isolaria movimentos internos de preços nas diferentes economias e possibilitaria uma política econômica mais voltada para o equilíbrio interno.

Para Williamson ⁶ havia quatro vantagens no regime cambial flutuante. Primeiro, a variação da taxa de câmbio permite acomodar taxas de inflação diferentes entre países sem alterar o preço internacional das mercadorias, segundo a flexibilidade cambial permite acomodar mudanças nos preços relativos das mercadorias provenientes de distúrbios reais que alterem os incentivos para exportar&importar, terceiro, as taxas de câmbio flutuantes permitem que cada país possa ter temporariamente taxas de juros diferentes dos demais dando liberdade para efetivar políticas monetárias eficientes sobre este regime cambial e em quarto a flutuação do câmbio permite que parte da pressão especulativa seja absorvida por ele, não havendo necessidade de grandes movimentos nos juros ou nas reservas para compensar mudanças nas expectativas dos agentes econômicos.

³ DORNBUSCH, Rudiger. (*Expectation and exchange rate dynamics. Journal of Political Economy*, v.84, p.1161-76, 1976 a)

⁴ FRIEDMAN, Milton. (*The case for flexible exchange rate. Essay in positive economics. University of Chicago Press*, 1953, p.157-203)

⁵ JOHNSON, Harry. (*The case for flexible exchange rate. Approaches to greater flexibility of exchange rates. Princeton University Press*, 1969, p. 91-111)

⁶ WILLIAMSON, John. (*Comment on Mckinnon's monetary rule. Journal of Economics Perspectives*,v.2, n 1, p.113-19, inverno 1988)

Para Dornbusch e Krugman ⁷ não existe integração perfeita dos mercados nem substituição perfeita entre os bens o que impediria de o mecanismo do mercado regulador de agir com perfeição

Mais recentemente Edwards ⁸ diz que sobre choques que afetem a taxa de câmbio real o mais aconselhável é um regime flutuante, pois ele permite que a variação da taxa de câmbio amenize a variação do produto, por exemplo o efeito da alteração dos termos de troca sobre a produção. Garber e Svensson ⁹ já mostraram um modelo mais completo no qual indicam o câmbio flutuante para economias que esperam choques reais na economia e indicam o câmbio fixo para economias que esperam choques monetários. Ou nas palavras deles “ Se a variância do choque da LM é suficientemente grande relativamente à variância do choque na IS, uma taxa fixa será melhor que uma flutuante. No caso inverso, uma taxa de câmbio flutuante será melhor que a fixa. No caso geral, quando nem choques da IS nem da LM dominam, uma taxa de câmbio administrada será a melhor política ” .

Um fato de contra ponto a estas teorias dos defensores do câmbio flutuante foi a ocorrência de volatilidade cambial pós 1973 ou crise do petróleo, na qual a volatilidade do câmbio devido a um choque real acabou restringido as margens de atuação de políticas econômicas voltadas a economia interna, onde ocorreu alta da inflação, retração do produto, juros altos e câmbio instável. Algo contrário ao que os defensores do câmbio flutuante prescreviam, pois a própria flutuação acabou se tornando nefasta.

Assim um ponto negativo deste sistema é que se a flutuação da taxa de câmbio for alta, esta pode gerar efeitos sobre o nível de preços que levariam o governo a adotar políticas fiscais e ou monetárias para combatê-lo, alterando-se o produto e ou os juros.

O Brasil em fins de 1998 sofria forte saída de capitais que esperavam uma desvalorização da moeda na aposta da impossibilidade de se manter o sistema de câmbio controlado, que sofria desvalorizações pré-programadas. Após as eleições presidenciais o movimento não cessou, então já em 1999 com a troca do Presidente do BC, este implementou o sistema de câmbio controlado com flutuação entre bandas exógenas. Este

⁷ KRUGMAN, Paul R. (*Exchange rates in currency band: a sketch of new approach*. Em: Krugman&Miller. *Exchange rates targets and currency bands*. New York: Cambridge University Press, 1992)

⁸ EDWARDS, Sebastian. (*Crisis and reform in Latin America: from despair to rope*. The World Bank/Oxford University Press, 1997)

sistema também não conseguiu reverter a perda de reservas do país, então na impossibilidade de se conter as saídas de capitais e o fato das reservas estarem em um nível preocupante se adotou o sistema flutuante, que permitiu que se mantivessem as reservas neste nível sem maiores perdas. Isto demonstra como o Brasil adotou este sistema cambial, não por livre escolha mas pela dinâmica do processo econômico.

No Brasil o câmbio não flutuou livremente desde a adoção do sistema flutuante de 1999 a 2000 que é o tempo onde este trabalho termina as suas análises, visto que em momentos de volatilidade do câmbio o governo interveio diretamente no mercado aberto de câmbio vendendo moeda, e ofereceu também títulos públicos indexados ao dólar que visavam a diminuir a pressão sobre a moeda externa à vista, diminuindo-se assim a volatilidade do câmbio. O que pode-se caracterizar como uma flutuação suja a qual recebeu críticas de alguns economistas e foi defendido pelo governo que não abriu mão de se intervir no câmbio para diminuir a sua volatilidade, considerada excessiva neste momento de incertezas. Depois se adotou um sistema de metas de inflação, na qual ficou estipulado que o governo só intervém no câmbio caso ele esteja afetando a meta da inflação, devido a sua oscilação, usando-se para isto os mesmos instrumentos anteriores e outros não citados.

As emissões de títulos ficam vulneráveis a flutuações da taxa de câmbio em curtos espaços de tempo, caso ocorram de forma elevada isto irá aumentar os riscos e custos das emissões, enquanto se a flutuação for mais suave isto permite a diminuição das incertezas ou riscos, diminuindo-se os juros ou custos das emissões, dado que os agentes externos que comprarão os títulos se verão correndo menores riscos associados ao empréstimo.

Teoricamente no câmbio flutuante as emissões mais longas são favorecidas em detrimento das curtas, sendo o oposto do câmbio fixo como já citado. Isto devido ao fato que emissões de longo prazo tem a possibilidade de se diluir as flutuações do câmbio ao longo do tempo, minimizando-se os custos das flutuações de curto prazo.

Neste sistema os emissores e compradores de títulos analisarão prioritariamente a taxa de câmbio atual e futura, para se determinar a variação esperada do câmbio ou da dívida

⁹ GARBER, P.M.&SVENSSON, L.E.O. (*The operational and collapse of fixed exchange rate regimes*. Em: GROSSMAN&ROGOFF. *Handbook of international economics*, v.III, 1995)

em moeda local, e a diferença entre as taxas de juros internas e externas para se determinar se compensa ou possui riscos a emissão.

II.3. CÂMBIO CONTROLADO

Os sistemas de câmbio controlado são aqueles os quais a taxa de câmbio não é fixa, mas também não flutua livremente. Podendo assumir características mais parecidas com o sistema de câmbio flutuante ou fixo, dependendo do grau de liberdade das taxas de câmbio. Aqui demonstrarei o sistema de flutuação utilizados pelo Brasil ao longo da maior parte do plano real, o sistema de flutuação entre bandas móveis.

No Brasil a implementação do plano real determinou que o BC converteria um Real por um Dólar que inicialmente se transformou no limite ou banda superior do Real, não tendo um limite inferior ainda determinado. Assim nos primeiros dois meses subsequentes o Brasil conviveu com um sistema de flutuação com limite superior, um Dólar para um Real. Em setembro devido a forte apreciação do Real o BC interveio no câmbio pela primeira vez, já em outubro anunciou informalmente que compraria Dólares a R\$ 0.82 e venderia a R\$ 0.86. Assim o Brasil conviveu com este sistema de banda informal até março de 1995, sendo que o limite superior de um Dólar por Real oficial, quando se adotou formalmente o sistema de bandas móveis. Em fins de 1988 o sistema sofria uma dura queda de braço com o mercado que durou até janeiro de 1999, quando se adotou o sistema de bandas exógenas e posteriormente o câmbio flutuante.

O sistema de flutuação entre bandas móveis se caracterizava por deixar a taxa de câmbio flutuar livremente entre as bandas, as quais ao longo do tempo eram ajustadas a fim de se diminuir os efeitos da diferença da inflação interna e externa que apreciaria o câmbio real caso não fossem ajustadas, levando a uma piora na conta de transações correntes.

Ele é uma mistura ou um meio termo entre os câmbios fixos e flutuantes, pois permite a livre flutuação do câmbio como no câmbio flutuante com a particularidade de que ele é limitado pelas bandas, mas é vulnerável a ataques especulativos como o fixo. Sendo que a largura da banda deixará este sistema mais próximo do sistema fixo, bandas estreitas, ou do sistema flutuante, bandas largas.

Os seus defensores argumentam que este sistema possui como vantagem sobre o câmbio fixo a possibilidade de se acomodar diferentes níveis de inflação interna e externa via movimento das bandas. Não fazendo necessário que se incorram a maiores variações no produto ou políticas restritivas para se convergir as taxas de inflação, devido ao objetivo de se manter o câmbio real estável. E a sua vantagem sobre o câmbio flutuante é que as variações das taxas de câmbio serão limitadas pelas bandas, diminuindo-se a sua volatilidade e logo suas conseqüências indesejadas. Elimina-se assim uma característica negativa do sistema fixo e uma do flutuante.

Os críticos dizem que estes sistemas controlados possuem o pior dos dois sistemas anteriores, o risco de ataque do câmbio fixo e a volatilidade do flutuante, esta dependendo da margem das bandas. No caso brasileiro ele suportou bem até a crise asiática, onde depois os juros para as emissões se deterioraram juntamente com a situação externa brasileira, a balança de pagamentos, e deixou o governo tentando segurar a corrida através de juros altos insustentáveis a longo prazo. Mas neste período permitiu uma estabilidade no câmbio, o que evitou se gerar efeitos inflacionários pela sua flutuação excessiva do câmbio e permitiu o uso do choque externo para o controle inflacionário, que era a prioridade do governo.

As emissões no caso brasileiro no plano real mostraram-se inicialmente emissões de curto prazo principalmente de bancos. Nos anos seguintes até a crise russa as empresas passaram a emitir em prazos longos, mas com a particularidade de que internamente praticamente não havia emissões de prazo maiores que um ano, sendo o mercado externo quem deu esta possibilidade ou possuía taxas vantajosas.

Teoricamente neste sistema de câmbio controlado com bandas flutuantes as emissões favorecerão títulos de médio prazo, ou intermediário entre o câmbio fixo e flutuante, pois a possibilidade de abandono das bandas é menor que no fixo devido a acomodação de diferentes inflações pela desvalorização programada das bandas, permitindo um prazo maior. Porém não permite emissões tão longas como no sistema flutuante pois os riscos de um abandono da banda existem e se ocorrer os seus custos podem ser muito elevados para se dilui-los ao longo do tempo.

Neste sistema os emissões e compradores analisarão prioritariamente a situação e tendência da balança de pagamentos, e especialmente as reservas, para se analisar o risco

de abandono do regime. Comparando com as diferentes taxas de juros internas e externas compensadas com a expectativa da taxa cambial futura, a qual é influenciada pela situação da balança de pagamentos. Que reflete a situação mista deste sistema cambial, com características comuns aos outros sistemas.

Analisando-se os três sistemas cambiais percebe-se que cada um possui suas características e logo vantagens e desvantagens. Os países irão adotar o regime que mais lhe convenha dada a sua situação, sendo observado que em períodos de crescente volume de capitais aplicados em países ou títulos externos há um incentivo a adoção de regimes de câmbio fixo, a fim de evitar uma apreciação demasiada da moeda local e conseqüentes efeitos sobre o comércio externo. Além de possibilitar a obtenção de recursos ou poupança externas a baixas taxas devido as crescentes reservas possibilitando um crescimento mais acelerado.

Porém quando este ciclo entra em declínio com a diminuição dos capitais aplicados em países e títulos externos se observa o colapso dos regimes fixos, que vêem reservas diminuindo, poupança externa caindo, taxas de juros internas aumentando, produto diminuindo o ritmo e outros efeitos subseqüentes até a situação onde não se consegue manter, ou os custos em termos de produto são altos, a antiga paridade. Então o país deixa a moeda flutuar e adota o sistema flutuante, que evita maiores retrações no produto a médio prazo. Sendo os primeiros países a sofrer estas conseqüências os mais desequilibrados nas contas externas. Este pode ser um simplificado relato da história da década de noventa, onde o pico ocorreu em 1998.

III. ANÁLISE TEÓRICA SOBRE AS EMISSÕES EXTERNAS

Este capítulo foi formulado com base no aprendizado obtido nas disciplinas: economia monetária, macroeconomia, economia internacional e matemática financeira oferecidas pelo departamento de economia. E administração financeira e orçamentária oferecidas pelo departamento de administração. Outras importantes fontes de informação foram obtidas pelo acompanhamento de reportagens relacionadas ao tema da monografia feitas por sites e jornais, principalmente a Gazeta Mercantil, e de publicações de artigos ou *papers* por economistas da PUC, FMI, Bird entre outras instituições. Reunindo estas informações desenvolvi o tema baseado no sistema de oferta e demanda por emissões, explicando as características das curvas e suas formas de interação, com o objetivo de melhor entender o comportamento das emissões.

O capítulo começa demonstrando como funciona a alocação de recursos no mercado financeiro, mostrando as razões para os títulos externos terem diferentes cotações, como estas podem se alterar e seus efeitos. Depois se analisa como a oferta e a demanda por emissões se interagem nos mercados de novas emissões, de curto prazo e médio-longo prazo. Mostrando algumas características básicas da curva de oferta e demanda, e dos diferentes mercados. Após esta introdução seguem-se os sub-capítulos: demanda por emissões, oferta de emissões e tipos de emissões. No primeiro sub-capítulo sobre a demanda por emissões são demonstrados os principais fatores que a influenciam separados em sub-itens, os quais são: a riqueza, o retorno esperado, as aplicações alternativas e o risco. O sub-capítulo seguinte é sobre a oferta de emissões, onde são demonstrados os fatores que motivam seus três agentes: o governo, os bancos e as empresas. Os fatores são: o ciclo econômico, o ganho de arbitragem, a diferença

entre empréstimos internos e externos, e a administração financeira do governo. O último sub-capítulo trata dos tipos de emissões, começando por mostrar como os emissores se comportam antes da emissão e sua análise do mercado. Depois são demonstrados quais tipos de títulos podem ser utilizados, começando por títulos emitidos no mercado aberto como os bônus, para depois mostrar os títulos emitidos em operações estruturadas: empréstimos sindicalizados, notas promissórias, *commercial papers* e ADR's.

A análise teórica tem como base o princípio de alocação de recursos, que irá determinar como os agentes econômicos irão aplicar ou obter os recursos financeiros. No primeiro caso quem aplica são os agentes da demanda agregada por emissões e no segundo caso quem obtém os recursos são os agentes da oferta agregada. Como as opções de aplicação ou obtenção de recursos são diversas, com prazos, riscos e logo rendimentos diferentes, irei separar estas opções em diferentes sub-mercados, com títulos de mesmo prazo e risco de modo a facilitar a análise sobre as mudanças no volume e juros dos diferentes papéis no sub-mercado. Estes mercados são os mercados de negociação dos papéis após eles serem emitidos, vulgo mercado secundário, o qual serve de base para novas emissões na medida que o mercado contém a cotação para papéis de prazos e riscos semelhantes, dando uma idéia da cotação que o papel pode assumir.

A seguir demonstrarei como funciona o princípio de alocação de recursos para os agentes da demanda por papéis.

Os agentes econômicos que controlam as mesas de operação de títulos, que seriam os agentes da demanda, decidem entre quais papéis comprar ou recomendar baseados na remuneração dos papéis, medida pelas taxas oferecidas, ponderados pelo risco associado a eles, isto é, ele compara diversos papéis e compra os que ele acha mais atraentes ou os que formam a melhor carteira de investimento (diluindo-se os riscos, via papéis com riscos desconcorrelatados). Se a remuneração do título é maior que o prêmio de risco, taxa de juros que compense o risco, mais os custos de transação ele irá comprá-lo, mas se ele achar oferta alternativa de remuneração similar e risco menor ou remuneração maior e mesmo nível de risco ele irá comprá-la, pois o retorno esperado ou taxa de juros ponderada pelo risco é maior.

Dado o comportamento do agente da demanda na alocação de recursos mostrarei como funciona a dinâmica do princípio de alocação através de um caso de variação de risco de um papel que irá mudar o sub-mercado de análise. Se um papel de uma empresa com um dado nível de juros de rendimento “X” e risco associado a ele “Z” se torna mais arriscado elevando-se o risco associado a “W”, devido a uma piora da situação comercial da empresa que só é antecipada agora, os agentes que o possuem só poderão vendê-los se aumentar os juros ofertados para níveis de papéis de risco semelhante “W”, ou deste sub-mercado de risco maior, logo o seu preço cai e os juros ofertados aumentam imediatamente na primeira negociação. Pois os possíveis compradores destes papéis preferirão alocar seus recursos em papéis de mesmo nível de risco “W” mas que oferecem rendimentos maiores que compensam este nível de risco ou em papéis de rendimento igual mas de risco associado “Z”. Este é o caso quando um país ou empresa tem a sua avaliação de risco modificada, no caso um *down-grade*, que eleva os juros dos papéis deste país ou empresa.

Um outro exemplo onde o risco não varia, mas a remuneração sim, é o que ocorre quando o COPOM eleva as taxas dos papéis do governo via aumento da Selic, onde eles são para o mercado os papéis de risco zero ou base de risco. Quando os papéis do governo passam a oferecer uma taxa de remuneração mais alta essa remuneração se igualará às oferecidas pelas empresas de baixíssimo risco, com de taxas de juros próximas as do governo, assim os agentes irão preferir vender os papéis privados e comprar os públicos. Porém a reação nos papéis privados é quase que imediata, na primeira negociação as mudanças na cotação serão sentidas levando estes papéis para taxas superiores as do governo, pois ninguém desejará comprar um papel que pague menos que o papel do governo que majoritariamente tem risco associado menor, então para vendê-lo é preciso aumentar os juros ofertados. Isto gerará uma reação em cadeia através dos papéis de risco superior, elevando-se todas as taxas de juros ofertadas pelos demais papéis. Este exemplo mostra como é a relação entre mercados diferenciados pelo risco.

Assim o princípio da alocação de recursos leva a que os preços dos papéis variem se os riscos associados a eles ou o rendimento de papéis alternativos variarem, dada a mobilidade de recursos. Nestes exemplos demonstrei dois fatores que deslocaram a

demanda, onde o princípio de alocação transmitiu seus efeitos para equilibrar o mercado, o que é a sua principal função.

Dado o princípio de alocação, mostro abaixo as características básicas da curva de demanda e oferta por emissões, e como se interagem nos mercados de emissões.

As emissões externas podem ser vistas como o resultado da interação de duas forças com características distintas, as curvas de oferta e a demanda por emissões. Elas se diferenciam pelas motivações distintas entre os agentes econômicos que estão por trás de cada curva. Na curva de demanda o que se observa é um problema de decisão sobre a alocação de recursos pelo agente econômico, enquanto na curva de oferta as decisões são baseadas na administração ou alocação financeira dos passivos destes agentes econômicos. Primeiramente analisarei a interação e as características da demanda e da oferta quando da emissão de um papel por um agente.

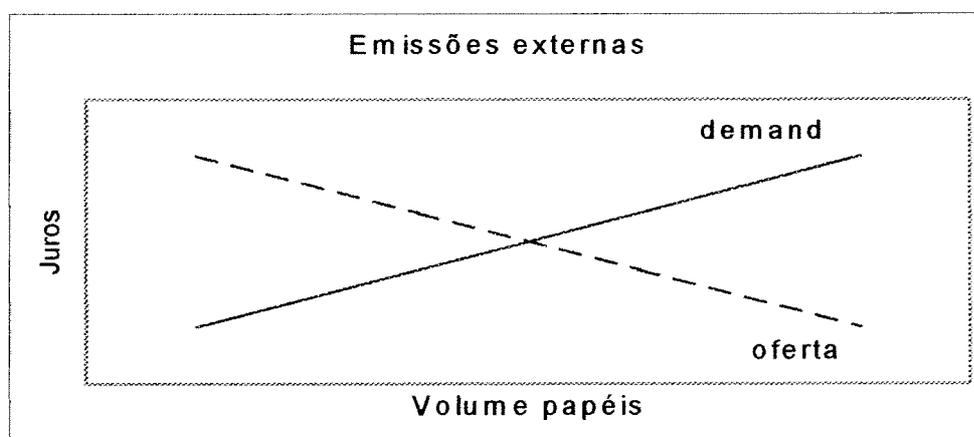


Gráfico 1

No gráfico acima relaciono a demanda e a oferta por novas emissões através do volume de papéis e os juros nominais de rendimento dos papéis, que são crescentes para a direita e para cima. Os juros dos papéis possuem uma relação inversa com o preço do papel, quanto maior for os juros menor será o seu preço, pois o preço do papel hoje tem que diminuir para que a diferença entre ele e o valor que o emissor pagará no fim do período do papel aumente e leve os juros a aumentarem, sendo o inverso verdadeiro. Essa forma pouco usual de se colocar a demanda crescente e a oferta decrescente pode

ser ajustada ao se colocar o preço do papel ao invés dos juros no eixo Y, invertendo-se a inclinação das curvas, mas que não será usada.

Normalmente um título oferece 100 unidades monetárias ao final do contrato mais o *coupom*, que seria um valor estimado na distribuição do título para seu valor ser próximo de 100. O ajuste final será dado pelo mercado ao determinar o desconto do título, e com isto a sua taxa de juros. Assim quanto menor o valor do título maior a sua taxa e vice versa.

Como pode ser observado de maneira simplificada no gráfico, a demanda por emissões externas é crescente quanto maior os juros ofertados pelos papéis enquanto a oferta é decrescente quanto maior os juros dos papéis. Isto é bastante intuitivo, pois quanto mais se recebe de juros por um papel mais volume se desejará comprar, pois como o risco do papel não se alterou e ele oferece um rendimento maior, o agente econômico verá vantagem ou maior retorno nestes papéis, assim ele se vê incentivado a aumentar o peso deste papel na sua carteira de investimento visando o aumento do rendimento desta, ou também novos compradores podem estar dispostos a comprar a uma taxa maior, considerando-se tudo mais constante. Assim a demanda é positivamente inclinada.

O mesmo princípio funciona com a oferta, quanto menor o custo das emissões ou juros ofertados pelo dinheiro captado mais se desejará emitir, visto que o agente econômico pode ter investimentos viabilizados além do inicial e ampliar a emissão, considerando-se tudo mais constante, então quanto menor os juros dos papéis emitidos maior o volume que se emite, levando a oferta a ser negativamente inclinada. Assim a forma das curvas é dada pela relação entre os juros dos papéis e o volume emitido considerando-se tudo mais constante.

Os compradores e emissores irão comparar este novo título com similares do mercado secundário para determinar as suas margens de preço para certos volumes, visto que eles devem ter taxas próximas. Um exemplo seria os *C-bonds*, que dificilmente são ultrapassados com taxas menores de títulos de empresas brasileiras, pois como são títulos do governo, que é considerado por isto como o agente do seu país

com mais meios para se cumprir os contratos, os *C-bonds* fornecem um limite inferior para esta comparação ou juros base.

Após a emissão do novo título ele passa a ser negociado no mercado secundário, o qual apresenta características distintas do mercado de novas emissões, podendo ser analisado no curto prazo e médio longo prazo. No mercado secundário os ajustes no volume emitido ocorrem de maneira mais lenta que os ajustes dos juros ou dos preços destes papéis, dado que os preços são apenas as cotações dos papéis. O mercado secundário tem uma curva de oferta vertical no curto prazo e inclinada no médio-longo prazo, dada que a resposta da oferta dos agentes ao longo do tempo é limitada no curto prazo, mas pode no médio-longo prazo ampliar ou diminuir o volume emitido, levando o volume emitido para um lado ou outro. As reduções no estoque de volume emitido, no mercado secundário, ocorrem com a não rolagem ou não se emitindo novos papéis enquanto outros papéis em maior quantidade vencem. Enquanto a ampliação do estoque do volume emitido ocorre com novas emissões e rolagem das antigas em volume maior que o volume de emissões que vencem neste intervalo de tempo. Ou analisando-se um sub-mercado de determinadas faixas de prazo e mesmo risco, o passar do tempo pode levar títulos a ficar de fora destas faixas de prazo, levando-os para um sub-mercado de menor prazo, como o mercado de títulos de um ano. Assim os sub-mercados podem variar o volume no curto prazo, mas o mercado como um todo não.

Um outro exemplo de variação da oferta a curto prazo, para um sub-mercado de mesmo prazo e risco, é que se alguma firma tiver a sua classificação de risco mudada para melhor a reta vertical da oferta, do sub-mercado do novo menor risco, se deslocará para a direita no volume destes papéis, elevando-se os juros e volume de equilíbrio. Enquanto no sub-mercado de risco superior a reta vertical de oferta se move para a esquerda pelo volume de papéis que saíram deste mercado, diminuindo os juros e volume de equilíbrio. Esta análise pode ser feita de modo inverso, onde o que se altera é a demanda pelo papel com risco alterado, onde o novo nível de risco eleva a demanda por estes papéis que gera um maior preço deles. Porém esta demanda irá sair de outros papéis, afetando as outras cotações considerando-se tudo o mais constante.

Para que o estoque de papéis de dado nível de risco ou sub-mercado aumente no médio prazo, com emissões em maior quantidade que os vencimentos, é preciso que as

taxas ofertadas pelos novos papéis sejam maiores que a deste mercado, que acabará levando os outros papéis já existentes neste mercado a também elevar as taxas até o ponto de equilíbrio, mas este novo nível de juros acabará afetando o preço de papéis de outro nível de risco afetando a médio prazo o volume emitido e logo o estoque, mudando-se a composição dos papéis no mercado.

Uma maior oferta de emissões que leve a uma taxa de juros média e volume maior pode gerar uma alteração nos recursos disponíveis no mercado de títulos, que sairiam de aplicações de fora deste mercado para se dirigirem a ele visando a melhor remuneração e permitiria um aumento no preço ou diminuição das taxas dos papéis. Ou seja, os outros mercados também são interligados e podem alterar o nível de recursos disponíveis alterando a posição da curva de demanda por emissões, um deslocamento positivo de capitais para o mercado de títulos desloca a demanda por emissões para a direita. Como exemplo posso citar uma saída de capitais em forma de papel moeda para fundos de renda variável ou ações, nos quais há a presença de títulos externos. De modo mais específico o importante é a variação dos meios de pagamento do setor não financeiro que não foram gerados por variações na base monetária, que ao destruir ou criar meios de pagamento levam ou tiram capitais do mercado de títulos respectivamente.

Podemos perceber aproximadamente mudanças de alocação de recursos através da variação dos agregados monetários como porcentagem do PIB. Sendo as variáveis de interesse os agregados que incluam depósitos a prazo que se direcionam para aplicações nos mercados de títulos e que dependendo do país pode ter uma classificação diferenciada (M2). Mas existem dados específicos sobre o movimento de capitais no mercado de títulos, que dão o saldo dos movimentos dos estrangeiros, dos fundos de pensão entre outros.

A estimação do volume de vencimento deve levar em conta a existência de papéis que são indexados a certas taxas de juros internacionais, portanto a estimação do nível de amortização dependerá da projeção desta taxa, o que confere a estas estimações um certo grau de complexidade, certos papéis tem amortizações em diferentes datas sendo assim o vencimento variável ao longo do tempo e outros papéis dão a opção de resgatá-los em determinadas datas a taxas predeterminadas na emissão podendo assim alterar a

data de vencimento, sendo estes apenas alguns exemplos que podem aumentar a complexidade da estimação dos vencimentos.

O mercado na forma mais ampla seria o mercado mundial, porém os mercados não são tão homogêneos a ponto de podermos ignorar suas particularidades. Os principais mercados para títulos externos são o mercado americano, o europeu (sendo os principais o londrino, o alemão, o italiano e o francês) e o japonês. Dependendo do mercado a relação juros e volume emitido se altera, mudando a estrutura das curvas. Isto devido a diferenças de tamanho dos mercados dado pela quantidade de papéis negociados tanto do mercado local como dos papéis estrangeiros, diferenças burocráticas como entre as diferenças entre a *Nasdaq* e o *Nyse*, diferenças de comportamento dos agentes econômicos no mercado como a crença de que os europeus tendem mais que os americanos a carregar os títulos até o vencimento e que sejam mais receptivos a papéis estrangeiros, diferenças de tributação, os parâmetros de segurança dados pelos juros dos títulos dos governos do mercado local diferenciam-se entre os mercados, e claro, as economias e suas expectativas são diferenciadas entre os mercados como a moeda local futura. Como exemplo das diferenças entre os mercados temos as baixas taxas dos papéis do governo brasileiro emitidos no Japão se comparadas com as taxas de emissão nos Estados Unidos, mas nas análises de *spread* a distorção dos juros entre os mercados não se apresenta tão exacerbada.

III.1. DEMANDA POR EMISSÕES

A curva de demanda por emissões é apenas uma estrutura de comportamento dos agentes econômicos do mercado externo que compram os títulos emitidos, muitos brasileiros com recursos no exterior, que reflete como alocam seus recursos dados as ofertas de papéis existentes nos mercados ou sendo lançados, ponderados por suas análises de risco. O risco seria a porcentagem de chance dos compromissos dos papéis não se concretizem ou se concretizem parcialmente, mudando a rentabilidade do investimento. Neste sub-capítulo analisarei os fatores que determinam ou deslocam a demanda: a riqueza, o retorno esperado, as aplicações alternativas e o risco. Sendo o

risco tratado de forma mais profunda, mostrando o que ele é, formas de medi-lo e transferi-lo.

III.1.1. RIQUEZA

Um fator que pode afetar o nível de demanda para determinada taxa de juros é a riqueza dos mercados de negociação dos títulos, que varia com o ciclo econômico. Ela afeta a demanda ao alterar o nível de recursos disponíveis para aplicações financeiras nestes mercados. Assim um aumento na riqueza devido ao crescimento das economias externas, sendo as economias desenvolvidas as mais importantes e as de interesse por serem os maiores mercados de emissões externas (EUA, EURO & Yen), levaria a um aumento dos recursos disponíveis para aplicações ou alocações financeiras em geral. O agregado monetário de interesse como porcentagem do PIB pode não variar, mas varia em termos absolutos levando a um aumento na demanda por papeis externos. O que deslocaria a curva de demanda por emissões externas para a direita, reduzindo-se os juros dos papeis para um mesmo volume de emissão, sendo o inverso verdadeiro.

O que se observa é que quando uma economia está crescendo de forma saudável, a política monetária prega que a base monetária seja ajustada a fim de não se contrair ou gerar falta de recursos no mercado financeiro e na economia em geral. Com isto o volume aplicado no mercado de títulos externos se expandirá, não em detrimento a outros mercados e sim devido a maior disponibilidade de recursos no sistema financeiro como um todo.

A variação do PIB real é um bom parâmetro de variação da riqueza, pois ao permitir a variação da base monetária em termos reais, disponibiliza mais recursos para o mercado de títulos. Deve-se descontar os efeitos de uma variação de alocação dos agregados monetários a fim de se capturar o efeito da riqueza. A bolsa americana veio apresentando grandes altas durante a década de noventa e o volume de capital aplicado nas bolsas e no mercado de títulos externos subiu consideravelmente em termos absolutos. Assim mesmo mantendo as aplicações de risco num percentual constante das aplicações totais, as aplicações de risco subiram em medidas absolutas dado que o

volume de capital aumentou. O que pode ser observado com o aumento das captações em termos absolutos dos países emergentes, do Brasil incluído, até as crises do México neste artigo¹. Mas se verificou que continuaram crescendo até a crise da Rússia onde se atingiu o pico de volume destas aplicações.

As variações nas expectativas também são influentes nos preços dos papéis, pois se agora é esperado um crescimento maior das economias os agentes econômicos irão ter maior atração pelos títulos no presente visto que no futuro a demanda será maior e logo os preços dos papéis aumentarão. Assim mudanças das expectativas futuras irão deslocar a curva de demanda no presente via rendimentos esperados, como mostrarei mais abaixo. Se a expectativa de riqueza futura aumenta a curva de demanda se desloca para a direita e vice-versa.

III.1.2. RENDIMENTOS ESPERADOS

Outro fator que pode deslocar a demanda são variações nos rendimentos esperados, que é a relação dos preços atuais dos papéis com os preços esperados dos papéis no futuro, ou seja, a valorização esperada de um título. Aqui o que se deseja mostrar é que variações no preço do papel afetam a rentabilidade do investimento, pois ao se comprar um título ao preço X na expectativa de vendê-lo por um preço maior e as taxas de juros se elevarem inesperadamente o preço do papel cai para oferecer esta diferença nos juros, devido ao efeito da alocação de recursos já explicada onde os títulos do governo aumentaram as taxas, assim se o comprador do papel for vendê-lo, ele venderá a um preço a baixo do que ele comprou, gerando um prejuízo para o qual o investidor procurará evitar. Este efeito é mais forte em papéis de prazo maior onde o dono do papel pode sentir mais dificuldades em carregá-lo até o vencimento e variações de preços podem ser maiores. Os agentes financeiros, que compram os papéis para obter ganhos nas variações de preços dos títulos, têm que agir de forma rápida nas negociações destes a fim de acompanhar os movimentos do mercado e evitar perdas. Movimentos que são gerados por variações nas variáveis econômicas e que permitem

¹ Batista Jr, Paulo N. (globalização financeira e regimes cambiais, revista de economia política, vol.18, n.2(70) abril - junho 1998).

ganhos até eles se acomodarem, como no exemplo onde à diminuição da avaliação de risco de um país, que permite a sua valorização, cria a oportunidade de ganho.

Abaixo demonstro alguns fatores que alteram os rendimentos esperados.

Quanto maior forem os juros reais maior a demanda, isto é similar a estimação da forma da curva de demanda, uma vez que como tudo é considerado constante, a variação dos juros significa na verdade uma variação dos juros reais já que a inflação está constante e quanto maior os juros maior o volume desejado. Mas o que importa aqui é variações nos juros reais no futuro, o qual pode deslocar a demanda. Os juros reais esperados e preços futuros podem ser afetados por alterações na inflação e nas taxas de juros futuras. A inflação afeta no sentido de que quanto maior a inflação dado um retorno nominal do papel, menor será os juros reais deste papel em relação a papéis mais indexados a inflação, e em termos absolutos também, assim se a expectativa de inflação aumenta, a demanda por estes papéis diminui e logo seu preço também, ela se desloca para papéis ou ativos mais indexados que ficaram mais atraentes, ou seja, ela se desloca para a esquerda, devido a mudança de alocação dos recursos.

A inflação futura também afeta a demanda via expectativa de juros futuros no sentido de que se a inflação esperada aumentar, os agentes econômicos esperarão que o governo tomará medidas monetárias para controle da inflação aumentando os juros reais, alterando os juros num futuro mais próximo o que afeta diretamente o preço dos papéis e logo a rentabilidade esperada, assim eles antecipam este resultado retraindo a demanda no presente, sendo o inverso verdadeiro. Assim os principais fatores que afetam os rendimentos esperados seriam variações não esperadas nos juros, inflação ou em outros fatores que afetem o preço dos papéis como o risco mostrado mais abaixo ou o volume de papéis.

Seguindo a análise de que variações nos juros e inflação influenciam os rendimentos esperados é importante determinar os fatores que as alteram. Os juros podem ser influenciados por variáveis como a necessidade de financiamento do governo, a qual se for decrescente irá gerar menores pressões no mercado de títulos o que dá a expectativa de menores juros no futuro ou a política monetária do governo.

Enquanto a inflação é influenciada pelo ciclo econômico que a economia está passando, a taxa de câmbio entre outros fatores particulares de cada economia.

Um ponto importante é que os rendimentos esperados também são influenciados por fatores que afetam a demanda por papéis, como variações nas expectativas futuras dos riscos, das aplicações alternativas e da riqueza, que geram alterações ou deslocamentos na demanda pelo meio da função dos rendimentos esperados, com isto se altera o preço de equilíbrio. Assim os rendimentos esperados transmitem as expectativas futuras, que tenham efeitos sobre os preços futuros dos papéis, para o preço atual, ou seja, ele pode ser visto como o mecanismo de antecipação de variações nos preços futuros para os preços atuais, onde se soma a este efeito a influência do novo nível de risco ou aplicação alternativa na demanda. Já a variação na expectativa de riqueza é totalmente transmitida pela variação do rendimento esperado.

Uma característica importante de um papel para o rendimento esperado é a liquidez. A liquidez é um fator positivo para os agentes econômicos, pois quanto maior ela for maior será a facilidade dos agentes em negociar os papéis, para se vender certo volume de um papel o preço varia menos que de papéis menos líquidos, e menor os custos e perdas de rendimentos associados a isto. Assim se a liquidez de um papel aumenta, dado o maior número de transações agora, a demanda se deslocará para a direita e vice-versa. Se uma empresa aumenta a sua projeção emitindo um volume considerável de papéis que aumentam as negociações com eles, afetando a liquidez dos seus papéis é certo que os juros dos papéis tenderão a diminuir, pois agora os custos de transação ou dificuldades de venda são menores, ou melhor, o rendimento esperado é maior. Este é o caso das ações que se tornam de primeira linha. Outro ponto é que uma maior liquidez está relacionada a uma menor volatilidade, visto que os preços dos papéis tenderão a um maior equilíbrio, pois há mais compradores no mercado, diminuindo a variação dos preços nas transações permitindo uma melhor estimativa do rendimento esperado.

Em épocas de crise no mercado é percebida uma queda na liquidez dos papéis visto que diminuem os possíveis compradores dos papéis e os vendedores se retraem possibilitando maiores variações nos rendimentos esperados. Outra característica é que papéis de prazo mais longo tendem a apresentar uma menor liquidez se comparado a papéis com prazo menor.

III.1.3. APLICAÇÕES ALTERNATIVAS

As aplicações alternativas podem gerar alterações na demanda para determinados papéis que possuem características similares, como prazo e juros, ao oferecerem taxas diferentes que podem deslocar ou expandir a demanda para estes papéis. O rendimento das aplicações alternativas geram um problema para os agentes externos, que tomam a decisão de onde alocar os recursos, podendo deslocar a demanda no mercado de interesse. Se papéis de risco maior e prazo semelhante aos emitidos pelo Brasil tiverem uma nova avaliação do nível de risco com um *upgrade* deste papel para um risco menor e semelhante ao brasileiro, que permite um rendimento ou juros menor dado que ele oferecia taxas maiores, isto ocorrerá com a demanda pelos papéis brasileiros se deslocando para estes papeis, fazendo os preços caírem e conseqüentemente aumentando os juros dos papéis brasileiros até se estabilizarem num nível próximo ao dos papeis alternativos, que sofrerão pressão da demanda deslocada afetando seu preço e rendimento também. Assim a demanda irá se deslocar afetando ambos os papéis até um equilíbrio, pois como são papéis de risco e prazo semelhantes é de se esperar que tenha rendimentos semelhantes. Assim se os papéis alternativos aos brasileiros se expandirem, a curva de demanda por emissões brasileiras se desloca para a esquerda e vice-versa.

Um exemplo mais complexo desta dinâmica pode ser ilustrado pela estimativa do efeito da variação da taxa de juros externas sobre o volume das emissões externas, no caso a taxa americana que gerou alterações nos papéis alternativos aos brasileiros ao afetarem os papéis do mercado americanos em geral. De 1989 à 1994 as taxas americanas apresentaram expressiva queda, passando de um patamar superior a 9% para abaixo de 4% no período, o que teria colaborado para o aumento das emissões dos emergentes, brasileiras inclusive, e que é conhecido como efeito *push*. Na estimativa em questão chegou-se a conclusão que este efeito *push* opera mais no longo prazo, afetando os fluxos de capital somente quando há grande variações nos juros internacionais.² A queda dos juros americana com o tempo baixou os juros dos papéis alternativos aos

² Demonstrado por Goldfajn, Ilan (Galanto Pesquisas Econômicas, 25/02/00) para o caso brasileiro e por Calvo (1993) para a América Latina.

brasileiros e deles também, permitindo que as emissões se ampliassem sem gerar aumento nos juros devido ao aumento da demanda para papéis com maior remuneração.

Uma outra interessante estimativa foi feita pelo professor Márcio Garcia, onde se apurou uma forte correlação entre os *junk bonds* americanos, que seriam os papéis alternativos aos brasileiros, e os *C-bonds*, que representam a demanda externa por papéis brasileiros, entre 1994 até a desvalorização. E na regressão para o período do câmbio flutuante dos *C-bonds* sobre os *junk bonds* americanos e outras variáveis se encontrou um coeficiente significativo e positivo para os *junk bonds*, como era esperado, o que corrobora com a teoria acima³. Os títulos brasileiros e os *junk bonds* são classificados como de altos níveis de risco e similares, e nestes intervalos de tempo da análise, principalmente o primeiro, houve sucessivas crises que levaram a demanda a se retrair para papéis deste nível de risco, explicando assim seus movimentos similares.

Papéis alternativos aos brasileiros seriam aqueles com a mesma classificação de risco ou com classificação próximas, gerados pelas agências de risco ou pelo mercado que muitas vezes antecipa as mudanças de *rating*. Pode ser de outros países emergentes ou papéis dos países desenvolvidos mas de empresas de alto risco como os *high yield bonds* ou os *junk bonds* americanos. Ou seja, os papéis que o mercado analisa como alternativos são os que oferecem juros ou um *spread* similares, dado que os papéis tem prazo e riscos semelhantes.

III.1.4. RISCO

Após uma introdução as características dos riscos, mostrarei os fatores que podem alterar a demanda através de variações nos riscos que os compradores associam aos papéis, e suas diferentes características. Estes fatores seriam o prazo dos papéis, as garantias dos papéis, a volatilidade dos preços dos papéis e fatores que impeçam que os compromissos sejam honrados. Os dois primeiros fatores alteram a exposição ao risco ou o transfere para outro agente econômico, respectivamente, mas que afetam o comportamento da demanda, o seguinte está relacionado a sintomas de alterações nos fatores que geram o risco, e o último mostra as variáveis macroeconômicas e micro

econômicas que afetam os riscos. Depois é mostradas formas mais elaboradas de se medir o risco.

Analisando os papéis brasileiros no período de 1994 a 2000, percebemos que o fator de maior importância na determinação do seu preço é o risco que os agentes econômicos associam a ele. Sendo o risco a chance das obrigações dos papéis não serem honradas ou serem parcialmente entre outros. Os agentes econômicos associam um risco maior aos papéis privados que aos do governo, então eles demandarão um prêmio sobre os títulos do governo para comprá-lo, visto que aos títulos do governo local é associado risco zero. A papéis de governos externos, notadamente países emergentes, é demandado um prêmio de risco sobre os títulos do governo local, como nos papéis do governo brasileiro que pagam taxas mais altas que os títulos do governo americano de igual prazo. E os papéis de empresas externas pagam uma taxa maior que a do governo de seu país, visto que o governo é normalmente visto como o melhor pagador do seu país já que possui instrumentos para garantir seus compromissos como controle sobre o câmbio. Assim para determinarmos o sub-mercado ou a demanda por emissões de determinado país é necessário determinarmos o risco que os agentes econômicos associam a estes papéis e suas características.

O risco de um papel é medido usualmente pela diferença de juros dele e da taxa de juros dos títulos do governo do local da emissão com prazo semelhante, chamado de *spread over treasury*. Ele é quantificado em pontos base e medido pela diferença de juros multiplicada por 100. Nós não percebemos o risco que os agentes econômicos associam ao papel mas sim a qual taxa acima dos títulos do governo eles estão dispostos a comprar os papéis, na qual está embutida um prêmio ou margem para compensar o risco que eles associam ao papel mais o ganho de conveniência, que seria o prêmio de se possuir ou carregar o papel. Quando me referir a prêmio de risco estarei me referindo as diferenças entre as taxas de juros dos papéis emitidos e a taxa dos títulos do governo do país comprador, mas considere que o prêmio de conveniência está incluído.

³ GARCIA, Márcio&DIDIER, Tatiana, (Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil. Artigo preparado para III Encontro de Economia de Região Sul, Porto Alegre, 18-19/09/2000).

O período das emissões afetam a curva de demanda, ou o sub-mercado analisado, no sentido de que emissões de prazo mais curto oferecem menores riscos, pois as variáveis que afetam a economia no curto prazo são estimadas com menores margens de erros dado que o prazo é menor, e se estará menos tempo exposto a fatores que alterem os riscos dos papéis. Assim quanto menor o prazo mais a direita estará a curva de demanda por emissões e logo menores os juros, enquanto quanto maior for o prazo mais a esquerda estará a curva de demanda. Isto é percebido pela inclinação das *yield curves*, que relacionam os juros dos papéis e o seus prazos de vencimento, que normalmente são positivamente inclinada. Mostrando que quanto maior o prazo maior será os juros oferecidos pelos papéis, caso não haja expressivas mudanças esperadas na economia no futuro. Como uma recessão, na qual os agentes esperam uma taxa de juros menor no futuro e logo a *yield curve* se torna menos ou até negativamente inclinada, fora estes casos é de se esperar um formato positivamente inclinado.

Um importante fator que afeta os juros com relação ao prazo é quando os papéis tem prazos nos quais transcorre eleições, pois o maior prazo faz o detentor do papel correr um risco no futuro com o novo governo, afetando negativamente a demanda, que é chamado de risco político ou eleição. Isto pode ser observado no ano 2000 na expressiva elevação das taxas cobradas para títulos de prazo de dois anos, que vencem após as eleições. Sendo o banco Safra o primeiro a emitir tais papéis em 2000 dando o *benchmark* para o mercado, que seria um parâmetro para novas emissões. Este fator é facilmente observado nas menores taxas de juros de papéis de um mesmo emissor mas com prazos diferenciados que não transcorrem as eleições.

Como forma de se reduzir o risco percebido ou oferecido aos agentes econômicos, os emissores podem oferecer garantias visando a diminuir os riscos dos compradores dos papéis, dando para tanto garantias como a de securitização de recebíveis de exportação que funciona da seguinte forma. Os juros serão pagos com a receita de produtos exportados através do importador estrangeiro, que depositará os seus pagamentos no exterior diretamente na conta dos detentores dos papéis. Estas operações ao apresentarem garantias recebem classificações de risco menores que sensibilizam a demanda, permitindo um sub-mercado com uma demanda mais favorável, permitindo a redução dos juros das captações.

Os agentes econômicos podem oferecer papéis com seguros de risco país, cambial e político segurados por agências internacionais que receberão um prêmio ou percentual da captação, e por isto ficam obrigadas a assumir o compromisso de honrar os papéis caso haja problemas de pagamento dos papéis devido aos fatores segurados. Como agências seguradoras temos: a MIGA (*multilateral investment guarantee agency*), a sueca EKN, a japonesa MITI, a canadense EDC, a EMTA (*emerging markets traders association*) ou a americana OPIC. Dado que estas agências conhecem bem os países segurados é de se esperar que o prêmio oferecido pelos emissores a elas sejam menores que o exigido pelo mercado para correr este risco, e assim os juros dos papéis para os emissores saem com juros menores do que se não houvessem o seguro. Normalmente os emissores recorrem a estas operações mais sofisticadas com seguros quando a volatilidade ou incertezas do mercado aumentam, afim de diminuir a retração dos compradores dos papéis e diminuir os juros dos papéis, que são conhecidas como captações securitizadas. Estes riscos políticos e país estão relacionados a mudanças de regras pelo governo que pode alterar a tributação ou efetivar controles de capitais que afetariam o preço, liquidez e rentabilidade dos papéis.

Uma outra forma de dar garantias ocorre através da oferta de papéis indexados a certas taxas de juros, como a *Libor* inglesa ou a *Prime* americana, que podem ser: as *fixed rate notes* para papéis pré-fixados, e as *floating rate notes* para os papéis pós-fixados a alguma taxa. Estes títulos dão uma garantia contra variações nestas taxas de juros, onde os papéis pré-fixados dão uma garantia contra queda nos juros e os pós-fixados dão uma garantia contra aumento dos juros indexado do contrato. Assim o risco é transferido do comprador do papel para o seu emissor, que terá de pagar os juros indexados a taxa acordada, o que sensibiliza o mercado com uma demanda mais favorável, permitindo-se emitir um papel com menores juros. O governo brasileiro possui alguns títulos de dívida externa indexados.

A volatilidade é definida como a variação ou variância do preço de um papel em um certo intervalo de tempo. No mercado financeiro a volatilidade é uma medida de risco associada a variação dos preços dos papéis muito utilizada. A volatilidade está ligada com a atividade fim da empresa, que pode ser mais volátil que de outras empresas: como empresas de aviação comercial se comparadas a siderúrgicas as quais

são menos voláteis na sua demanda por produtos e receita. Assim as empresas de aviação podem estar muito bem financeiramente num momento e péssima em outro, se comparada a siderúrgica, se refletindo no preço dos seus títulos. Isto para o mercado é interpretado como maiores riscos da empresa não cumprir os contratos. Uma forma das empresas diminuírem a sua volatilidade é praticar a recompra de ações, o que é bem visto pelo mercado. Outro caso semelhante ao anterior pode ocorrer entre diferentes países, onde certos países podem apresentar um desempenho econômico mais volátil, que acaba afetando as suas empresas, como é observado com certas economias emergentes que são mais voláteis que as desenvolvidas e afetam as empresas do país como um todo, assim os agentes econômicos que compram os papéis demandarão juros maiores das empresas de economias emergentes que para empresas de países desenvolvidos que tenham desempenhos semelhantes. Esta volatilidade nos preços representa a alteração nos riscos da empresa ou país, que apresentam maiores variações na situação financeira recebendo uma avaliação de risco maior. Portanto uma maior volatilidade gerada a algum tempo desloca a demanda por emissões para a esquerda e uma diminuição desloca a demanda para a direita. Isto devido ao fato das análises de risco pela volatilidade considerarem um intervalo tempo considerável, chegando a vários anos nas análises do países.

Existem épocas onde a volatilidade ocorre de forma significativa e em curtíssimos espaços de tempo, como num mesmo dia. Esta não é uma volatilidade gerada por variações no risco, mas geradas pela falta de previsibilidade de uma cotação de consenso. Geralmente ocorre em mercados com grandes variações de expectativas e com poucas negociações ou liquidez caracterizada como época de crise, onde a maioria dos agentes esperam uma melhor definição do mercado para negociar.

Como fatores que impeçam que os compromissos sejam honrados ou sejam parcialmente, através de mudanças na legislação pelo governo ou por problemas de liquidez tanto do país como da empresa emissora, normalmente é no caso do país o fator que gera a alteração na legislação, são fatores de preocupação constante dos agentes econômicos que retém os papéis, pois estes acontecimentos tem forte impacto sobre o preço dos papéis podendo mudar as suas características. Os agentes monitoram

e avaliam o risco dos papéis de acordo com a capacidade de pagamentos das emissões que estarão vencendo, analisando-se o país de origem da emissão e a empresa emissora.

O país de origem da emissão afeta de maneira geral todas as empresas deste país, pois se o país não possuir reservas suficientes para os compromissos externos as suas empresas ou parte delas não poderão honra-los. Portanto os agentes econômicos analisam as contas externas do país, dando-se ênfase na balança de pagamentos e seus componentes: como a situação da balança comercial, que pode gerar ou drenar as divisas, ou como o déficit na balança de pagamentos é financiada por empréstimos e por investimentos diretos, analisa-se os compromissos futuros e a expectativa futura do país, entre outras. A sua análise histórica estaria presente no risco associado a volatilidade dos papéis ao longo do tempo, como visto anteriormente.

De um modo geral os compradores dos papéis externos avaliam a capacidade de pagamento dos compromissos assumidos pelos emissores, analisando-se a situação externa, fiscal, monetária e política do país, que demonstram a capacidade de articulação do governo para implementar medidas econômicas visando dar capacidade de honrar os compromissos. Como uma retração econômica para impactar as importações e exportações disponibilizando mais divisas ao invés de se tomar medidas de controle de capitais que possuem um custo político interno menor. No caso de um país com regime cambial não flutuante o nível de reservas externas representam uma garantia contra o abandono do regime dando a margem de manobra ao governo a ataques ou choques econômicos contra o regime cambial, assim nestes sistemas as reservas são um fator de diminuição de risco ao diminuir a chance de abandono do sistema e dar maior capacidade de se honrar os compromissos. O problema com o abandono do regime cambial reside no fato de que normalmente ele gera turbulência econômica afetando a capacidade de pagamento do país e com isto alteram os riscos e o preço dos papéis.

Posteriormente a análise do país se analisa a situação individual da empresa. Isto pode ser exemplificado numa emissão de uma empresa que escolhido o prazo ela observa quanto de remuneração estão pagando os títulos do governo de seu país, a essa remuneração ela adiciona um rendimento adicional pelo risco da empresa, senão os compradores preferirão os títulos do governo, ou seja, ela vê o nível do *spread* do

governo e adiciona o risco da atividade da empresa caso ela esteja numa situação mediana olhando o *spread* no mercado secundário acima dos títulos do governo local de empresas do mesmo ramo.

Existem diversas formas de se medir o nível de risco além da mostrada inicialmente. Uma popular medida de risco de um país é o diferencial da paridade coberta de juros ou risco país, que é uma medida da diferença de taxas de juros entre as economias coberta ou excluindo-se a variação da taxa de câmbio. Ela tem como princípio a hipótese de que se a mobilidade de capitais é perfeita as taxas de juros serão equalizadas pelos fluxos de capitais se medidas em uma mesma moeda. Porém o que se observa é que as taxas de juros mesmo medidas em uma única moeda não se igualam, sendo ainda observado no Brasil uma diferenciação sem que ocorra expressivos movimentos de capitais. Este valor mediria os custos e riscos, que seriam principalmente custos de informação, e risco de controle de capitais, tributação e moratória associados a negócios com papéis de determinado país, mostrando-se a situação tributária, econômica, política e histórica do país em análise. A fórmula seria a taxa de juros interna mais um dividida pela multiplicação da desvalorização esperada mais um pela taxa de juros externa mais um, que se ao subtrair o resultado por um e multiplica-lo por cem chega-se a medida de risco país. $RP = (i+1) / [(i^*+1)*(desv. esperada+1)]$, usando-se o swap DIXPré como expectativa da taxa de juros interna, o swap DIXDol como expectativa de desvalorização e o *1-year treasury constant maturity rate* como taxa de juros externa, sendo o prazo escolhido o de um ano, obtêm-se uma medida consistente do risco país de um ano, que é usada na análise das emissões. Um componente do risco país que se mostrou significativo em épocas de crise é o risco de convertibilidade, que seria o risco de em se detendo reais não poder converte-los em dólares, onde representou grande parte do risco país. Sendo que este risco só passou a ser percebido após a crise asiática com o aprendizado e percepção dos agentes econômicos acerca deste risco, desde então ele tem acompanhado os movimentos do risco país com apenas uma diferença de nível.

Como o governo mantém controle sobre as taxas de juros de curto prazo, ele pode influir no nível do risco país, no caso de um risco país maior do que o percebido pelos agentes econômicos devido a maiores taxas de juros internas isto pode atrair

investidores a aplicar no país, como observado no período de meados de 1995 à crise asiática e no primeiro quadrimestre de 1998 se colocarmos os *C-bonds* como o risco percebido pelos agentes externos, onde num gráfico com estes dois parâmetros se observa que nestes intervalos os *C-bonds* estavam numa posição mais baixa que a do risco país e houve entrada de capitais. Devido a este fator pode-se dizer que o risco país é o prêmio de risco oferecido pelo país aos investidores estrangeiros. Assim uma medida que só expressasse as expectativas dos agentes econômicos que compram papéis estrangeiros acerca do risco do país seria: os juros ou cotação destes papéis comprados no mercado secundário externo.

Os *C-bonds* ou os *IDU/libor* são títulos do governo brasileiro negociados no mercado externo que podem ser uma medida dos prêmios de riscos de que os agentes econômicos do exterior estão dispostos a ganhar para correr o risco de comprar papéis do Brasil.⁴ Uma outra medida utilizada é a dos *spreads over treasure* para títulos de mesmo prazo, e que mede mudanças nas cotações de risco para os papéis pelos agentes econômicos sobre os títulos do governo local, citada inicialmente. O gráfico das emissões relacionando taxa de juros, prazo dos papéis e data, onde foi adicionado os *C-bonds* mostrou que os juros destes papéis dificilmente ficam abaixo dos *C-bonds*, lembrando que a maioria destas emissões eram privadas, e seguem seus movimentos ascendentes e descendentes, mostrando a influência dos *C-bonds* sobre os papéis lançados.

Abaixo apresento um pequeno resumo deste subcapítulo.

Observamos que o princípio da alocação de recursos dita a forma como diferentes títulos são cotados e se alteram com variações no mercado; que o rendimento esperado faz os agentes anteciparem movimentos futuros no preços; o efeito da riqueza na criação de recursos para se alocar e a composição do preço do papel pelo risco do mesmo.

Alguns fatores podem afetar as emissões como um todo como a riqueza, mudanças nos juros e inflação externas que geram aumento ou diminuição dos juros dos papéis,

⁴ GARCIA, Márcio&DIDIER, Tatiana, (Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil. Artigo preparado para III Encontro de Economia de Região Sul, Porto Alegre, 18-19/09/2000).este parágrafo e os dois anteriores foram extraídos de forma resumida deste artigo.

conforme explicado pela alocação de recursos e pelos rendimentos esperados, e fatores que afetem estes agregados econômicos como a situação fiscal ou mais amplamente da economia do país externo. Outros afetam certos segmentos do mercado como alterações dos riscos de certos papéis ou de seus papéis alternativos devido a fatores financeiros específicos da empresa ou de seu país de origem que afetará as empresas do país como um todo.

Vimos que prazos diferenciados e oferta de garantias alteram os prêmios de risco exigidos pelos compradores, bem como a volatilidade dos papéis também podem afetar o prêmio de risco. Mas estes fatores ou transferem risco ou o deixa menos exposto a ele, como os dois primeiros, ou é sintoma dos efeitos de outros fatores sobre o risco como o último. Os fatores determinantes do risco estão mais ligados as condições políticas e financeiras dos países, e empresas.

III.2. OFERTA DE EMISSÕES

Semelhante a curva de demanda, a curva de oferta de emissões reflete o comportamento dos agentes emissores de títulos. Porém com características distintas, sendo três os agentes de interesse atuantes deste mercado: o governo, os bancos e as empresas. Neste sub-capítulo mostra-se inicialmente quais fatores motivam os agentes a emitir, fazendo-se depois uma análise mais detalhada destes fatores: o ciclo da economia, o ganho de arbitragem, a diferença entre as taxas internas de captação e as taxas externas de captação mais hedge&prêmio de risco, e a necessidade de financiamento do governo. No final se demonstra algumas características da dinâmica da oferta de emissões.

Primeiramente dividirei a análise nos princípios que norteiam as emissões pelas empresas e fatores que influenciam a oferta de emissões de maneira ampla. As empresas emitem para suprir suas necessidades de investimento, para administrar seu passivo e para obter recursos para ganhos financeiros, normalmente no caso dos bancos que captam para emprestar ou aplicar o dinheiro.

A empresa capta externamente para investir se tal empréstimo se mostrar em condições vantajosas em relação a captação interna. Na administração financeira do seu passivo externo as empresas também optam entre pagar a dívida que está para vencer, utilizando recursos próprios ou adquirindo recursos por um empréstimo interno, ou opta por rolar o empréstimo externo, para tanto ela examinará as condições de empréstimo internos e externos como anteriormente, sendo que na administração dos seus passivos as empresas se sentirão mais dispostas a fazerem empréstimos quanto mais próximas estiverem dos vencimentos, para se evitar superposições de dívidas, mas que tem o fator risco de alteração das condições externas como contra peso. E no caso das captações para obter ganhos financeiros a captação dependerá das características do empréstimo externo e das aplicações internas.

No caso dos fatores que afetam as captações como um todo temos o ciclo econômico da economia. Assim dividi os fatores que determinam a curva de oferta nos fatores já citados e que seguem abaixo, somando o governo que pode ter forte presença nas captações.

III.2.1. CICLO DA ECONOMIA

O ciclo da economia afeta a curva de oferta no sentido de que num ciclo de expansão econômica há maiores possibilidades de investimento para um mesmo nível de retorno, assim se a economia se encontra em expansão a demanda por empréstimos irá aumentar para um mesmo nível de juros. Isto ocorre com o deslocamento da curva de oferta de emissões para a direita, e se a economia entra num ciclo de recessão a curva de oferta se desloca para a esquerda. Como os investimentos demoram certo tempo para amadurecer eles se mostram mais sensíveis as expectativas futuras do que a fase atual da economia, analisando se o crescimento é sustentável ou apenas cíclico.

Para o Brasil um fator percebido que afetou as emissões foram as privatizações nas quais os compradores das empresas ou concessões se comprometeram a investir vultosas quantias nas companhias que aumentaram a demanda por capital. Soma-se a isto o fato dos ganhadores das concessões buscarem capital externo para saldar as parcelas da compra de concessões, principalmente nos setores de telecomunicações e energia, devido ao fato do mercado externo estar mais aberto a captações mais longas,

mas que esta última é relacionada a opção de captação, interna ou externa, que será visto adiante.

Assim pode-se utilizar a medida de investimento como porcentagem do PIB, mais precisamente o investimento de empresas com acesso ao mercado externo, como medida de aproximação deste comportamento. Que captaria a variação no nível de investimento e logo a demanda por capitais de médio e longo prazos que estariam sujeitos a expectativa do ciclo econômico e dos efeitos da privatização. De acordo com o ciclo econômico esta medida tende a se alterar, crescendo em ciclos esperados de expansão e se retraindo em ciclos esperados de contração ou menor crescimento. No caso do Brasil ele vem aumentando desde 1994 nas épocas sem crises e sofrendo retrações após as crises do México, Ásia, Rússia e desvalorização para se elevar depois. Este fator afeta mais as empresas, incluindo estatais, na emissão de papéis de longo prazo, mas se levarmos em conta papéis ligado ao comércio exterior como os *commercial papers* os bancos e empresas seriam afetados, sendo que o nível de comércio externo seria uma boa medida para estes papéis, pois um maior nível de comércio externo ao gerar um maior movimento e volume de caixa das empresas tendem a aumentar a demanda por estes papéis, sendo que os bancos os captam para repassá-los.

III.2.2. GANHO DE ARBITRAGEM

Um ganho de arbitragem é por definição uma operação financeira na qual não se investe nenhum capital inicial e se realiza um ganho certo sem se correr nenhum risco. O ganho de arbitragem ocorre com a possibilidade de ganho financeiro com a diferença entre as taxas de juros domésticas dos ativos financeiros, as taxas externas de captação e a taxa de câmbio esperada. O agente econômico pode emitir um papel no exterior, captando a certa taxa X, ele trás o dinheiro para o Brasil converte em reais e aplica o dinheiro no mercado interno. Caso a taxa do mercado seja maior que a taxa que ele captou com a emissão ele pode obter um ganho que dependerá da cotação da moeda estrangeira no futuro ou do custo do *hedge*. Assim se ele capta a taxa X e trás o dinheiro para a economia local comprando um título do governo indexado ao dólar a taxa Y, que é maior que X, ele obtém um ganho que é o ganho de arbitragem.

Os agentes econômicos podem não se sentirem confortáveis com o nível de ganho oferecido pois há riscos na operação, existe a possibilidade do governo mudar as regras ou o agente do *hedge* sofrer problemas para pagar o compromisso afetando a rentabilidade da operação, e custos que tornem esta diferença ou ganho em prejuízo, o risco país mede exatamente este nível de retorno que não é interessante a arbitragem.

O ganho de arbitragem pode ser definido como a taxa de juros das aplicações financeiras internas+1 / (juros da emissão externa+1 X custo de hedge+1), que tem que ser maior que um para se obter um ganho com a emissão. Assim quanto maior a possibilidade deste ganho dado pela razão entre Y e X, maior o incentivo a ele captar no exterior, deslocando a curva de oferta para a direita caso os riscos e custos não se alterem. Sendo o inverso verdadeiro. No sub-capítulos anterior se observou a possibilidade de ganho de arbitragem através do diferencial entre o risco país e os C-bonds em certos períodos, medidos pelos movimentos nas reservas de capitais de curto prazo que são mais sensíveis a estes ganhos.

Ou seja, se o custo da captação externa mais custos da transação e de *hedge* for menor que os juros oferecidos no mercado interno para aplicações financeiras pode-se obter um ganho de arbitragem que se compensar o risco e custo da operação é efetivada. Sendo que os custos não variam muito ao contrário dos riscos que podem aumentar bastante em épocas de crise.

Normalmente estes ganhos de arbitragem não se verificam durante longos períodos no mercado, pois os agentes econômicos estão atentos a estas possibilidades e são ágeis na captação de novos recursos externos para este fim, o que pode saturar o mercado rapidamente, ao influenciar as cotações das aplicações que oferecem estes ganhos. Porém se o governo que tendo poder sobre as taxas de curto prazo e logo sobre os possíveis ganhos de arbitragem achar conveniente a entrada de capitais desejando incentivar as captações, ele pode perpetuar este ganho por certo prazo ou ampliá-lo. Por isto este ganho de arbitragem que atrai capital pode ser considerado o ganho oferecido pelo governo, como demonstrado na análise sobre riscos. Isto demonstra como o governo de forma indireta participa destas emissões feitas por bancos e empresas.

O ganho de arbitragem pode incentivar as empresas a captarem um volume maior do que o desejado sem ele, visto que estes ganhos reduzirão os custos da emissão para o emissor, na medida que ele aplica o dinheiro que ele captou a mais e abate os ganhos com este capital nos juros sobre o empréstimo total diminuindo-se os custos do empréstimo.

Os bancos são mais atentos e ágeis para captarem com estes incentivos, já que estão constantemente presentes no mercado e podem fazer *hedge* com custos menores, pois tem a opção de fazerem empréstimos a clientes em dólar que pode ser classificado como *hedge*, como os financiamentos de *leasing* para carros indexados ao dólar que foram largamente usados até a desvalorização. Soma-se a isto o fato dos grandes bancos brasileiros serem considerados possuidores de um menor risco em relação as demais empresas brasileiras que se reflete nos menores custos de captação obtidos por eles, salvo algumas grandes empresas que conseguem custos semelhantes.

Assim os bancos e empresas, ou a oferta de emissões, estarão atentos a variações dos fatores que alteram o ganho de arbitragem que os afetam. Estas são os juros externos, e internos, a moeda externa futura e o risco associado a operação (risco país). Então os agentes da oferta estarão atentos ao governo, que determina a taxa interna, as contas externas e situação política, que influenciam a moeda futura e o risco associado, entre outras. De forma a aproveitar as normalmente curtas oportunidades de arbitragem.

Existe diversos tipos de *hedge* no mercado, desde a mais simples que é a compra de dólares no mercado à vista onde não há remuneração. Pode-se recorrer a BM&F e comprar contratos de dólar futuro onde o comprador ganha a diferença da cotação que ele contratou e a que ocorre, este agente ganha caso a cotação do mercado seja superior a contratada e perde se for inferior, mas que exige ajustes diários nas diferenças das cotações, mexendo no caixa da empresa o que pode não ser bem visto devido aos custos gerados. Outra opção é comprar um cupom cambial, que remunera o investidor com a variação cambial no período mais taxa de juros. Pode-se fazer *hedge* com contratos de *swap* (troca de taxas pré ou pós-fixadas por cambiais), onde há uma troca da remuneração dos títulos entre os agentes, um pagando a variação do dólar e o outro uma taxa pré ou pós fixada ao outro. Pode-se optar também por um contrato de opção de dólar, onde o investidor paga um percentual ao banco, que faz a operação de compra de

opção para o investidor que poderá comprar ou não o dólar no futuro na taxa pré-determinada, comprará se a cotação do dólar na data de vencimento for maior, ganhando a diferença. E finalmente o investidor pode comprar títulos do governo indexados ao dólar, ganhando a variação do dólar mais uma taxa de juros.

III.2.3. DIFERENÇA ENTRE AS TAXAS INTERNAS DE CAPTAÇÃO E AS TAXAS EXTERNAS DE CAPTAÇÃO MAIS HEDGE&PRÊMIO DE RISCO

As diferenças entre as taxas internas de captação e as taxas externas de captação mais o custo do hedge e risco é de suma importância para os emissores decidirem entre uma captação interna ou externa. Este princípio é similar ao do ganho de arbitragem, só que agora ao invés de se comparar os custos da captação externa mais o custo do hedge com os juros das aplicações financeiras, se compara com os custos de captação interna.

Se os custos ou juros da captação interna forem menores que os custos ou juros das captações externas mais os custos de hedge e um prêmio de risco, para papéis de mesmo prazo e tipo, a empresa certamente escolherá emitir internamente. Empresas que possuem certa vantagem na captação externa como os bancos que devido a possibilidade de fazerem empréstimos indexados ao dólar tem custos de hedge menores ou exportadores que são naturalmente protegidos, podem ter vantagens na captação externa e não na interna. Inversamente se os juros das captações internas forem maiores que o das captações externas mais o custo de hedge e prêmio de risco, dado para um mesmo prazo e tipo de papel, é razoável supor que os emissores prefiram captar externamente.

Aumentos nestes diferenciais, $\text{juros internos} + 1 / (\text{juros externos} + 1 \times \text{custo de hedge})$ irão incentivar a oferta de emissões externas, caso riscos e custos não se alterem, ou seja este diferencial é considerado como o incentivo a captação externa, ou vice versa. Como exemplo imagine que o governo força uma queda nos juros internos, isto irá gerar um desincentivo a captação externa e logo uma expectativa de desvalorização dado o menor ingresso de capital, dado que os riscos não se alteraram, diminuindo ou aumentando o incentivo a captação externa, que irá depender se a variação esperada da moeda externa é maior ou menor que a dos juros.

O mercado brasileiro de emissões é caracterizado por emissões internas quase que totalmente indexadas a alguma taxa de juros principalmente CDI e IGP-M, se considerado o período do real. São principalmente emissões de debêntures e notas promissórias que vinham crescendo desde a implementação do real e sofreram uma grande redução após a crise da Ásia, só voltando a estes patamares no segundo semestre de 2000, onde se percebeu um grande aumento nas emissões internas devido ao aumento das taxas externas com as crises da Argentina e petróleo, e a diminuição das taxas de juros internas, que afetaram o diferencial negativamente estimulando esta troca de emissões externas por internas. Como exemplo tenho que em 15/06/00 uma emissão de um ano no mercado externo pagava uma taxa média de 11% que somada a um hedge com swap tinha um custo final de 21,55% e uma captação interna via debênture de um ano pagava entre 103% e 105% do CDI que seria um custo entre 18,83% a 19,20% ao ano segundo taxas deste dia. O que demonstra a pequena diferença entre os custos das emissões e explica o crescimento das emissões internas com a diminuição das externas neste período devido a queda desta diferença.⁵

Assim na segunda metade do ano 2000 observamos um forte deslocamento de emissões externas para o mercado local de debêntures, o qual financiou os emissores que honraram seus compromissos no exterior, onde só as empresas que captam com menores juros, devido a *hedges* naturais como exportadoras ou ao seu grande porte, conseguiam taxas consideradas aceitáveis se comparadas as taxas internas. Outro ponto importante é que como as debêntures e notas promissórias são indexadas ao CDI ou IGP-M isto pode representar um risco que só o diferencial coberto de taxas de juros pode não satisfazer sobre a definição de qual emissão se fazer já que as emissões externas possuem uma indexação diferente, mas é uma boa aproximação deste comportamento.

As empresas tomam sua decisão entre captação interna ou externa baseada também no casamento entre passivos e ativos na mesma moeda afim de se evitar problemas de liquidez, sendo este o fator que permite as empresas exportadoras captar com um menor risco já que possuem receitas em moeda estrangeira que dá mais segurança no cumprimento da emissão.

⁵ Fonte da Gazeta Mercantil parte B de 15/06/00

Em situações de crise ou retração da demanda externa que geram a queda dos preços dos papéis emitidos é observado que algumas empresas com uma situação líquida de caixa compram os papéis emitidos por elas no exterior ao perceberem que estes papéis estão oferecendo uma remuneração alta, que seria um ótima aplicação para a empresa pois elas liquidam uma dívida antecipadamente com um grande desconto, dão liquidez e limita de certa forma a queda do preço dos seus papéis no exterior o que é bem visto pelos detentores destes papéis melhorando assim a imagem da empresa o que pode permitir menores custos na próxima captação. Estes movimentos foram percebidos durante a crise da Ásia.

Os fatores de interesse para os agentes da oferta são prioritariamente: nas emissões internas a política monetária do governo e os fatores que a influenciam, devido sua influência sobre as taxas de juros e logo sobre os juros do título; e nas emissões externas as contas externas e os fatores que a influenciam, devido a sua influência sobre o tamanho da dívida externa do agente. Tendo os fatores portanto o poder de alterar a oferta.

Na arbitragem e na decisão de captação interna ou externa os movimentos dos coeficientes tem influência no mesmo sentido, um aumento no diferencial de arbitragem ou no diferencial de escolha de captação irão deslocar a oferta de emissões para a direita, visto que aumenta o ganho de arbitragem e os custos de captação interna.

III.2.4. NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO GOVERNO

A necessidade de financiamento externa do governo pode pressionar a curva de oferta na medida em que se a sua necessidade de financiamento aumentar, através do crescimento do déficit nominal, ele emitirá mais para uma mesma taxa de juros, levando a curva de oferta de emissões a se deslocar para a direita, o que pode retirar mercado das empresas nacionais ao elevar os juros das emissões com o aumento do volume emitido, o que inviabilizará alguns lançamentos privados. Visto que os agentes externos não tem recursos ilimitados para aplicar em papéis de dado nível de risco e sim um limite da carteira de investimentos que deve ser aplicado no Brasil no caso dos administradores de fundos.

Na fase do real foi observado que o governo emitia no mercado externo quando o volume de emissão dos papéis privados estiveram acima da média, e não emitiu quando os papéis privados emitiam abaixo da média, até a desvalorização. Que pode ser caracterizado como uma política de administração financeira e não como emissões para financiar o déficit, sendo que o governo atuava de forma indireta nas emissões via oportunidades de arbitragem.

Um fator da dinâmica das emissões é que os emissores podem ficar com emissões prontas a espera de uma melhor oportunidade de emissão, onde os juros seriam menores. Isto é conhecido como janela, onde os emissores com vencimentos próximos aproveitam estas oportunidades para alongar as suas dívidas a um custo menor ou emitir mais papéis para aumentar a captação. O que é verificado nas ocasiões onde há grande volume de emissões num curto espaço de tempo. Isto ocorre pois os agentes estão prontos a captar recursos antecipadamente para a rolagem de empréstimos que ainda não venceram mas que na data de vencimento podem ter piores condições de rolagem e logo ter um custo maior, isto ponderado pelo fato que ao se captar antecipadamente estará se pagando no período até o vencimento da captação anterior pelos dois empréstimos, logo a segurança de se captar antecipadamente tem um custo que é a sobreposição dos empréstimos. Assim o emissor pode preferir só emitir próximo ao vencimento e se caso ocorra uma piora nas condições de captação na data do vencimento ele pode optar por um empréstimo ponte, de menor prazo devido aos maiores custos mas que ao se melhorar as condições de emissão ele emite um papel de prazo maior. Sendo percebido que o volume de emissões tem uma correlação com o volume de vencimentos.

III.3. TIPOS DE EMISSÕES

Mostrarei algumas características dos emissores e suas ações a fim de determinar qual tipo de título ele utilizará. Depois especificaremos estes cinco tipos básicos, bônus, notas promissórias, *commercial papers*, empréstimos sindicalizados e ADRs.

Os emissores procuram manejar as suas dívidas ou emissões visando alongá-las o máximo possível com as melhores condições de pagamento ou menores juros para tanto. Assim eles escolhem os tipos de papéis que melhor satisfaça estas condições dadas as condições do mercado.

Dependendo do emissor ele pode captar com taxas mais favoráveis, dados os menores riscos associados a eles pelos compradores dos papéis. Como o governo o qual tende a possuir o menor risco dos agentes do seu país. Grandes empresas e bancos principalmente também levam na média vantagem em relação aos pequenos, dado o seu maior nível de profissionalismo, relações antigas e liquidez que é associado a menores riscos. Empresas que podem dar ou tem garantias naturais como as exportadoras tem riscos associados menores. O histórico e ramo de atividade das empresas são levados em consideração, empresas com histórico de mau pagadoras emitem com taxas maiores, assim como as empresas que atuam em atividades consideradas de maior risco como uma empresa de aviação se comparada a uma empresa de siderurgia a qual tem um risco associado menor. A condição financeira da empresa emissora é importante, pois quanto melhor ela for menores os juros da emissão. Para se analisar estes riscos existem empresas especializadas, as quais dão notas aos papéis que procuram avaliar os riscos destas empresas. Como visto na análise dos riscos.

Basicamente percebemos dois movimentos principais do mercado externo, o de piora das condições de financiamento e os de melhora. Nos movimentos de piora com o aumento das taxas e *spreads* das emissões de mesmo prazo, tipo e volume, percebemos que os emissores tendem a diminuir o prazo e volume dos papéis e mudam o tipo dos papéis emitidos para papéis com estas características nas rolagens, que seriam papéis de emissões estruturadas, onde aumentam as ofertas de garantias, afim de diminuir os custos das captações. Ou recompram os papéis ou os quitam no vencimento pagando com o próprio caixa ou captando internamente. Nos movimentos de melhora do mercado as empresas tendem a emitir um maior volume com maiores prazos emitindo mais papéis com esta característica nas rolagens, principalmente bônus, emitem novos papéis e trocam papéis antigos por novos de menor custo ou maior prazo.

Assim antes da emissão o emissor analisa o mercado vendo as cotações dos papéis negociados no mercado secundário, o qual lhe dará uma idéia dos custos da captação

vendo a cotação de papéis de empresas similares e de prazos iguais. Caso ele se interesse, ele procurará um agente financeiro ou será procurada, devido as boas condições ou ao vencimento de papéis da empresa. Assim se preparará a emissão que exige um tempo de preparo, que irá depender do papel que se deseja emitir. Para tanto o banco recebe um *spread* variável pré-determinado, que será integralmente pago caso o custo da emissão seja o estimado inicialmente.

As empresas devem decidir então em qual mercado irá se emitir, dependendo da situação presente de cada um, e a moeda a qual o papel estará atrelado. Esta escolha pode ser determinada pela opção de se diversificar as dívidas em diferentes moedas a fim de se ter uma dívida mais estável na média ou dependerá da moeda dos ativos da empresa caso se escolha casar ativos e passivos. Depois decide se os papéis serão *fixed rate notes* ou *floatig rate notes* de acordo com a receptividade do mercado avaliando o diferencial de taxas entre eles no mercado secundário, e decide de acordo com as taxas de juros do mercado a qual taxa a empresa está disposta a pagar para determinado tipo de papel. Se emitirá definindo o prazo e volume e se é interessante oferecer garantias, caso diminua sensivelmente os custos. Então de acordo com as características da emissão se escolhe o papel que melhor se adapta. Após a emissão se a empresa e o banco detectarem que houve uma demanda maior que a esperada ela pode optar por ampliar a emissão, mas em condições melhores que na primeira visando não prejudicar os primeiros compradores dos papéis, oferecendo assim menores taxas.

III.3.1. BÔNUS

Os bônus são títulos vendidos diretamente nos mercados com a ajuda de bancos que subscrevem a emissão com o banco líder definindo um consórcio ou sindicato de bancos para ajudá-lo na distribuição e diluir os riscos da operação. Organizam-na e dão garantia de que haverá compradores, que são eles em último caso. São as emissões de maior prazo, geralmente entre 1 ano à 3 anos ou mais no caso do governo, e ocorrem em maiores volumes de capital que os outros tipos de papéis. Podem oferecer garantias das agências de risco para se diminuir os riscos associados ao papel. Normalmente são utilizados quando há uma janela no mercado. Ou seja, são emitidos quando as condições de mercado são favoráveis e os emissores aproveitam para emitir maiores volumes em

prazos longos e baixos juros, visto que o volume e prazo maiores tendem a requerer juros maiores. Eles são distribuídos no mercado aberto.

Como operações estruturadas as quais não são distribuídas no mercado aberto, pelo menos inicialmente, temos:

III.3.2. EMPRÉSTIMOS SINDICALIZADOS

Os empréstimos sindicalizados são empréstimos de prazo semelhante aos dos bônus, geralmente entre 6 meses e 3 anos. Onde um sindicato de bancos compram os títulos inicialmente para depois distribuí-los no mercado, pois se espera que as condições do mercado melhorem no futuro. É considerado um empréstimo de pior qualidade do que o bônus, e se recorre a ele quando as condições de mercado não estão satisfatórias, mas se espera uma melhora a curto prazo para a qual o mercado não se mostra sensível mas os bancos sim. Pois os bancos possuem uma melhor análise destes fatores que os compradores do mercado. Para esta emissão os bancos exigem uma significativa análise dos dados da empresa e o volume normalmente é menor que os das emissões de bônus, podendo-se oferecer garantias de agências de risco ou de recebíveis.

III.3.3. NOTAS PROMISSÓRIAS

As notas promissórias são as de menor prazo, geralmente de 6 meses a um ano, a qual é vista como um empréstimo ponte, ou seja, se capta assim na esperança que no futuro as condições melhorem e então se emite títulos de prazo maior. Geralmente os emissores recorrem a este financiamento, que é similar ao empréstimo sindicalizado visto que são geralmente um grupo de bancos que fazem o empréstimo mas com prazo menor, quando as condições de mercado estão ruins e a empresa não tem caixa para saldar o empréstimo que está vencendo ou necessita muito do capital agora. Os bancos exigem uma grande análise das condições financeiras da empresa. Pode-se oferecer garantias.

III.3.4. *COMMERCIAL PAPERS*

Os *commercial papers* são empréstimos ligados ao comércio exterior, onde ele funciona como um cheque especial, sendo sacado conforme a utilização do empréstimo

pela empresa. Seus custos são baixos devido a garantia da análise financeira dada por um banco do exterior, *fronting bank* que é o emissor da carta de crédito, que elimina o risco país do papel, sendo assim o seu *rating* é próximo ao que o banco possui. Porém estes empréstimos são bastante seletivos e geralmente são distribuídos a *private placement*, ou rico investidores. São de prazos curtos de 3 meses a 1 ano e utilizados por empresas exportadoras ou bancos para financiar o comércio exterior.

III.3.5. ADR's

As emissões de ADR's (*american depositary receipts*) são emissões ou transferências de ações para o mercado externo, americano no caso, sendo classificadas em 3 níveis. O nível I é o mais baixo, onde a empresa não pode fazer emissões, os papéis devem ser papéis já existentes, mas tem baixos custos de manutenção e são negociados no mercado de balcão (OTC- *Over de Counter*), principalmente com investidores institucionais. As ADR nível 2 também não permitem a emissão de novas ações, também são lastreadas em papéis já emitidos, mas é cotada em bolsa com as exigências formais da *SEC*, das bolsas locais e da *US GAAP*. As ADR nível 3 possuem as características das de nível 2 além de ser permitido a emissão de novas ações. Pode-se fazer também *private placement*, o que não exige as exigências das agências reguladoras americanas.

As ações da empresa no país de origem ficam sobre a responsabilidade de uma instituição geralmente um banco, a instituição custodiante, a qual garante a existência e manutenção das negociações das ações da empresa, chamada de patrocinadora. No mercado americano uma outra instituição, a instituição depositária, é responsável pela emissão dos ADR's lastreadas nas ações com a instituição custodiante e a manutenção das operações. No Brasil as DR's (*depositary receipt*) foram regulamentadas em 1992, garantindo todos os direitos dos acionistas do país de origem aos possuidores dos DR's.

O Brasil vinha emitindo ADRs de forma crescente até a crise da Ásia, só voltando a ocorrer novas emissões à partir de outubro de 1999 com a Ultramar. São captações importantes pois abrem um maior mercado para captação pelas empresas com as características de uma emissão de ações, que são as emissões de maior prazo possível, e que não exigem o pagamento de juros e sim a distribuição de dividendos. O que dá mais

segurança financeira que uma emissão com pagamentos determinados. Para as empresas estas emissões também dão a vantagem de torná-las mais transparentes e conhecidas no mercado externo, visto que é obrigada a adotar as normas externas de contabilidade, o que facilitaria e baratearia emissões futuras nestes mercados. Mas são as emissões mais sensíveis e ocorrem quando a situação no mercado é muito boa, como verificado acima. Um outro fator apregoado pelo mercado como incentivador destas emissões é a CPMF, que teria encarecido as negociações no mercado nacional levando a um deslocamento para o mercado externo, onde o nível de negociações chegou a superar a IBOVESPA.

IV. CONCLUSÃO

Procuro explicar o comportamento dos mercados de títulos através do modelo para concluir se ele é eficiente.

Ao longo do Plano Real os títulos externos sofreram diversas oscilações, gerados por diferentes razões que se refletiram nas curvas de demanda e oferta de títulos externos e logo nos seus equilíbrios.

Neste período pude constatar que todos os fatores determinantes da oferta e demanda apresentados variaram, sendo um ótimo período para estudo. Apresentando ainda dois sistemas cambiais distintos, considerando-se tempo significativo, com uma mudança cambial relativamente bem sucedida.

Dos fatores que afetam a demanda começo mostrando a variação da riqueza, que aumentou refletida no significativo crescimento do PIB americano no período. O seu mercado de capitais, e mundial como um todo, acompanharam essa trajetória, como também a base monetária que acomodou crescentes volumes de títulos externos até a crise russa, quando o mercado passou a rejeitar títulos emergentes devido a maiores riscos associados a eles. Com os títulos brasileiros acompanhando esta trajetória, com o detalhe que seu melhor momento ocorreu um pouco antes da crise da Ásia.

O retorno esperado atuou na forma de retrações na demanda por títulos brasileiros após as crises mexicana, asiática e russa. Pois devido ao sistema cambial brasileiro e as especulações de qual seria o próximo sistema cambial rígido à cair, os agentes se retraíam para evitar perdas no rendimento ou não entravam logo, dado a imprevisibilidade de se obter ganhos, mas o governo ao tomar medidas de ajuste após as crises e resistir por um certo tempo, criava as condições para eles voltarem quando apareceu um movimento de melhora. Dado que os baixos preços dão altas chances de ganho de retorno esperado.

O risco mais presente foi o do abandono do sistema cambial e as devidas consequências, que sempre ressurgia após uma crise externa que retraísse os recursos para o Brasil. Se pegarmos os C-bonds como medida de risco dados pelos agentes estrangeiros, teremos que o melhor ponto (ou menor taxa) foi pouco antes da crise asiática. Onde o desempenho da balança comercial vinha piorando, mas o aumento das emissões, investimentos diretos e reservas vinham melhorando, se analisarmos os componentes de risco.

Os movimentos de oferta de garantias ou de prazo das emissões foram verificados todas as vezes que a situação dos mercados piorava ou melhorava. Por exemplo, no movimento após a crise mexicana, onde a melhora das cotações dos títulos gerou um aumento na emissão de bônus, que são menos restritos ou com menores garantias que os outros tipos de papel, além de terem prazos maiores, esta troca da composição dos títulos refletem um menor risco associado.

A influência dos papéis alternativos pode ser sentida após a crise russa onde o mercado se retraiu para os títulos de dados níveis de risco, Brasil incluído, e que tiveram seus movimentos significativamente correlacionados.

Sobre a oferta agregada posso dizer que nesse período ela aumentou significativamente dado que o estoque de títulos do mercado secundário aumentou.

Agora falando de alguns fatores que afetam a oferta agregada, como o ciclo econômico, onde após a implementação do real e o crescimento da economia, eles foram acompanhados por aumentos consistentes das emissões pelas empresas até o pico do primeiro semestre de 1997, onde empresas privatizadas captaram dinheiro no exterior para investimentos.

Os ganhos de arbitragem permitiram fortes movimentos de entrada de capitais, percebidos quando os C-bonds ficavam com taxas menores que o risco Brasil, induzidos pelo Banco Central.

Assim concluo que o modelo tem um bom potencial, de forma limitada mas intuitiva, para entender o comportamento do mercado de títulos externos.

IV. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

1) INFORME GALANTO

- O quê aconteceu com a economia em 1999, se comparado com 1998?
- As perspectivas para o câmbio.

2) Banco Central do Brasil – Boletins FOCUS (29/03/2000; 06/04/2000; 18/08/1999).

3) GALANTO Pesquisas Econômicas

- Mecanismo de transmissão relevante, 28/04/2000.
- O quê determina os fluxos de capital para Brasil? Ilan Goldfajn, 25/02/2000.

4) EDWARDS, Sebastian: (*The Determinants of the choice between fixed and flexible exchange-rate regimes*), W.P. 5756, *National Bureau of Economic Research*.

5) BATISTA JR., Paulo Nogueira – (“Globalização” Financeira e Regimes Cambiais), *Revista de Economia Política* Vol. 18, nº 2 (70), Abril - Junho/1998

6) HERRENDORF, Berhold – (*Transparency, Reputation and Credibility under floating and pegged exchange rates*) - *Journal of International Economics* 49 (1999) 31-50

7) GARCIA, Márcio G.P. & DIDIER, Tatiana: Artigo preparado para o III Encontro de Economia da Região Sul, Porto Alegre, RS (18 e 19/09/2000)

8) GOLDFAJN, Ilan: Texto para discussão nº 422, PUC-RJ

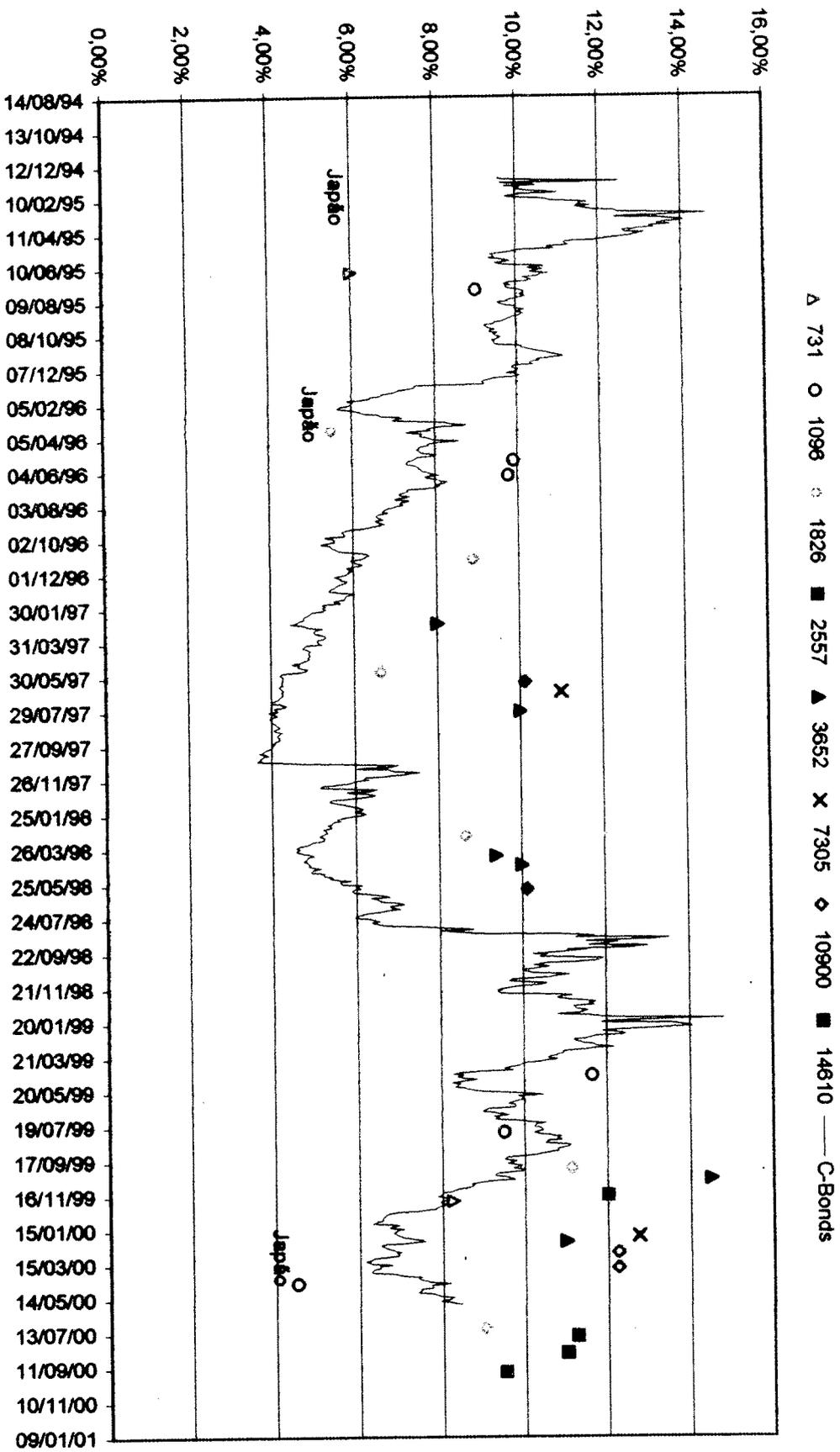
9) EDWARDS, Sebastian: (*Capital flows and the emerging economies: theory, evidence and controversis*), *The University of Chicago Press*, 2000 (ISBN: 0-226-1870-6) - *National Bureau of Economic Reserch* (NBER)

10) *Press Conference on Exchange rate regimes in na increasingly integrated world economy*, 14/04/2000 – FMI

- 11) *New Brief* n° 98/43 (13/11/1998) – (*Camdessus welcomes conclusion of talks on Brazil's program*) – FMI.
- 12) *Press Release* n° 98/59 (02/12/1998) – (*FMI aproves SDR 13 billion stand-by credit for Brazil, Activates NAB*).
- 13) *Finance & Development Quarterly Magazine of FMI* (03/2000), volume 37 n° 01 – (*Monetary Policy during the transition to a floating exchange rate: Brazil's revert experience*, Arminio Fraga).
- 14) MCKINNON, Ronald (*Monetary and exchange rates policies for international financial stability: a proposal. Journal of Economics Perspectives*, v.2, n.1, pg 83-103, 4° semestre de 1988)
- 15) JORNAL GAZETA MERCANTIL
- 16) DORNBUSCH, Rudiger. (*Expectation and exchange rate dynamics. Journal of Political Economy*, v.84, p.1161-76, 1976 a)
- 17) FRIEDMAN, Milton. (*The case for flexible exchange rate. Essay in positive economics. University of Chicago Press*, 1953, p.157-203)
- 18) JOHNSON, Harry. (*The case for flexible exchange rate. Approaches to greater flexibility of exchange rates. Princeton University Press*, 1969, p. 91-111)
- 19) WILLIANSO, John. (*Comment on Mckinnon's monetary rule. Journal of Economics Perspectives*,v.2, n 1, p.113-19, inverno 1988)
- 20) KRUGMAN, Paul R. (*Exchange rates in currency band: a sketch of new approach. Em: Krugman&Miller. Exchange rates targets and currency bands. New York: Cambridge University Press*, 1992)
- 21) EDWARDS, Sebastian. (*Crisis and reform in Latin America: from despair to rope. The World Bank/Oxford University Press*, 1997)

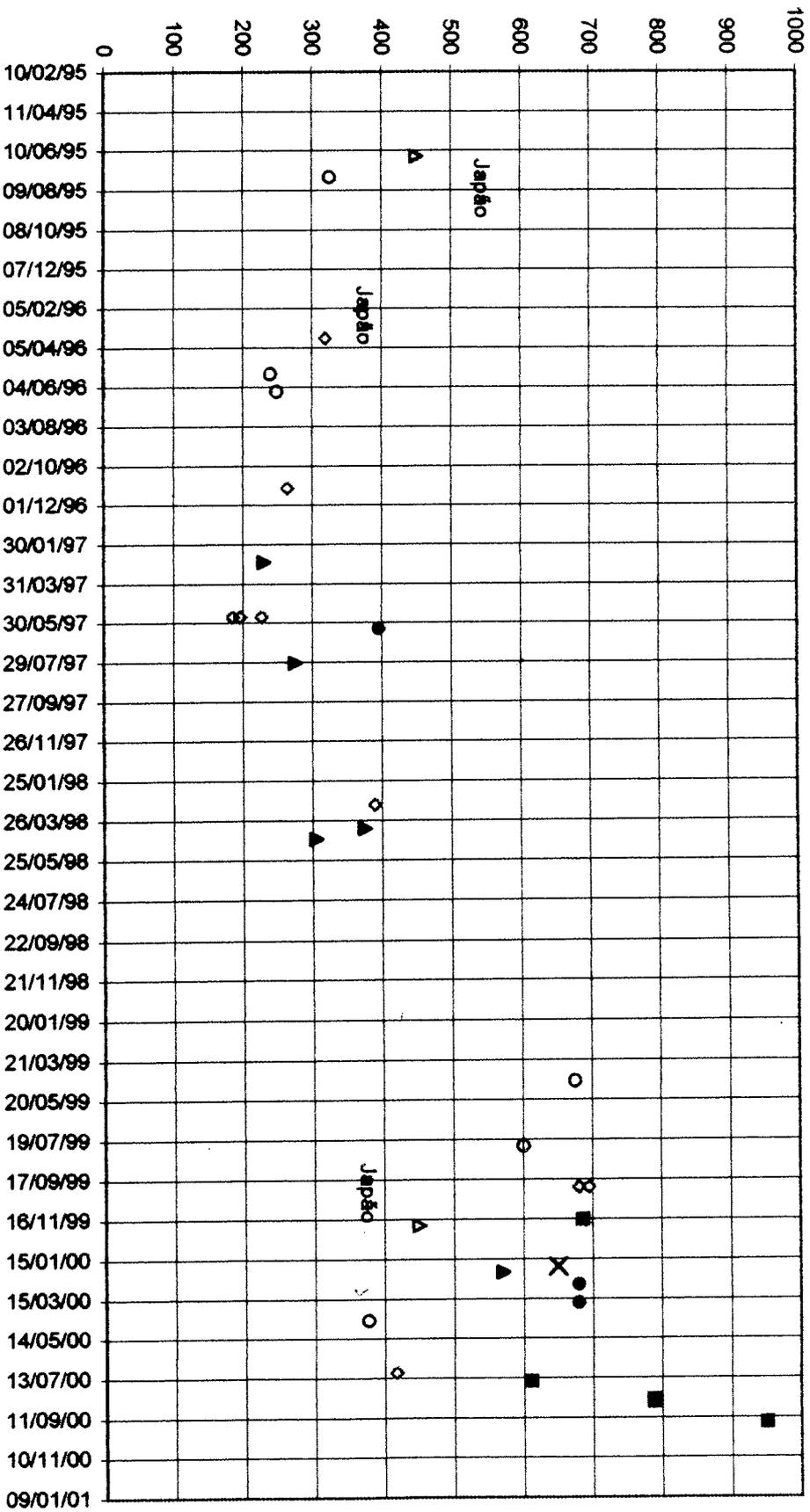
22) GARBER, P.M.&SVENSSON, L.E.O. (*The operational and collapse of fixed exchange rate regimes. Em: GROSSMAN&ROGOFF. Handbook of internatinal economics, v.III, 1995*)

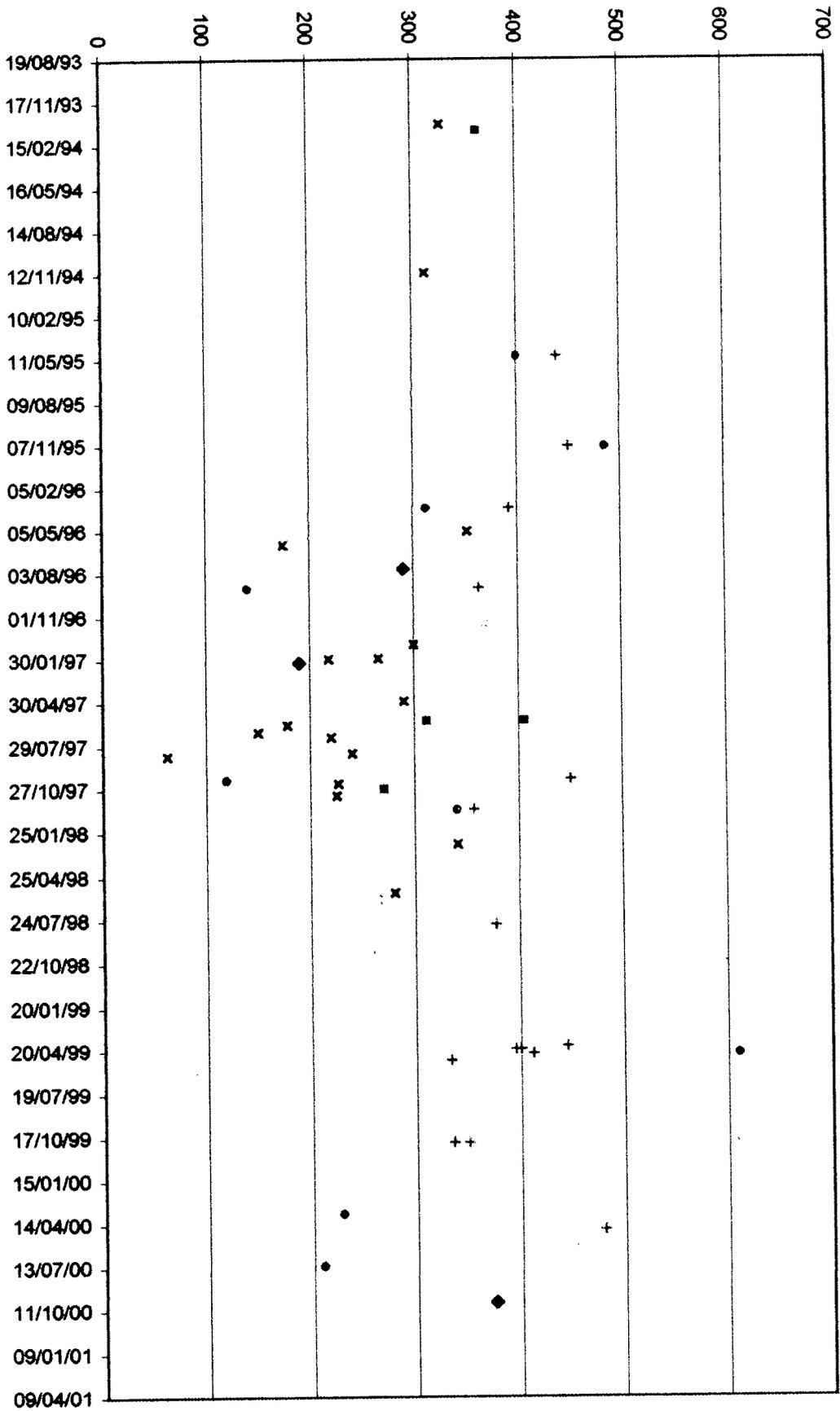
Juros dos títulos do governo por prazo (dias)



spread dos títulos do governo por prazo (dias)

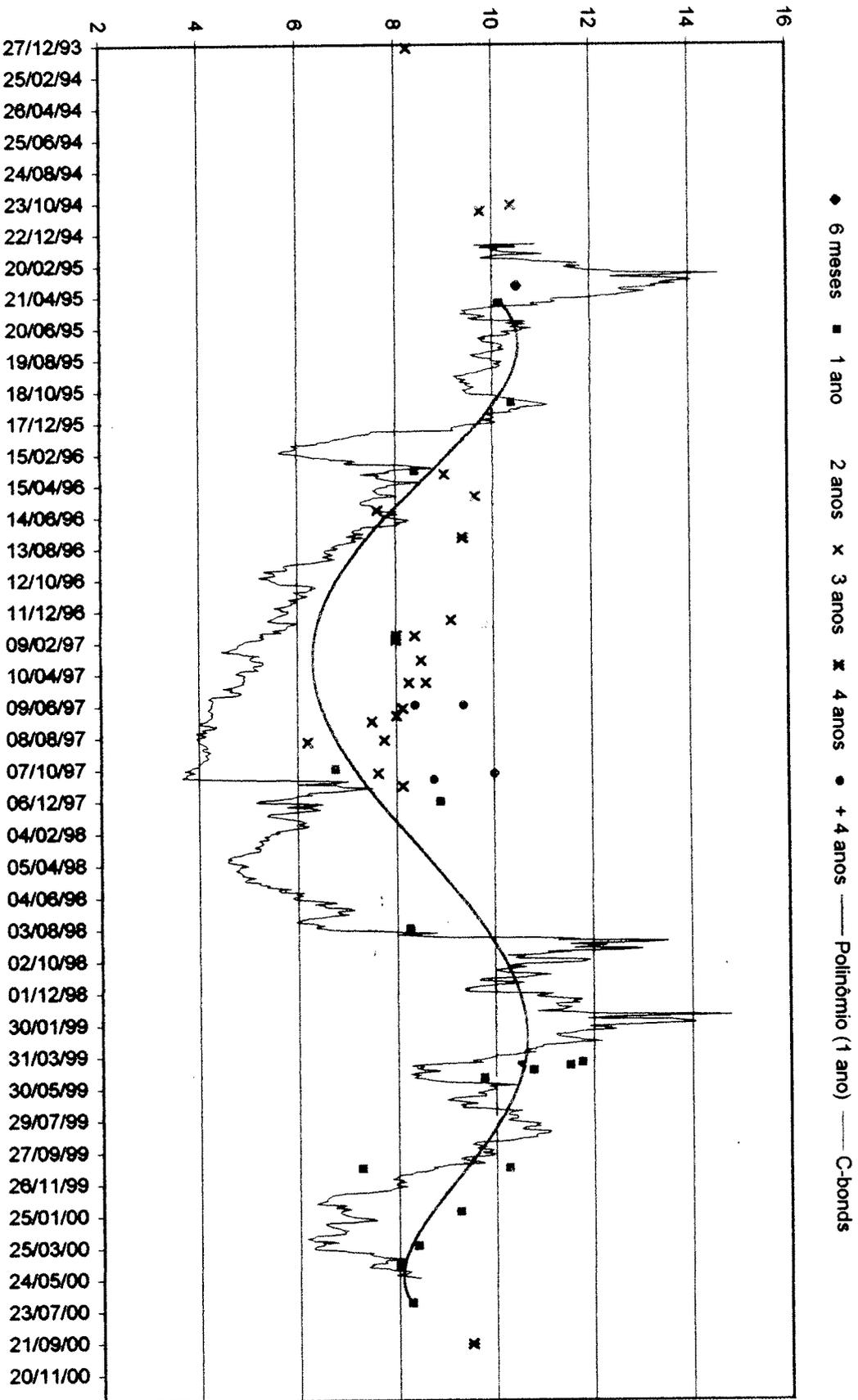
▲ 731 ○ 1096 ◊ 1826 ■ 2557 ▲ 3652 X 7300 ● 10900 ■ 14600



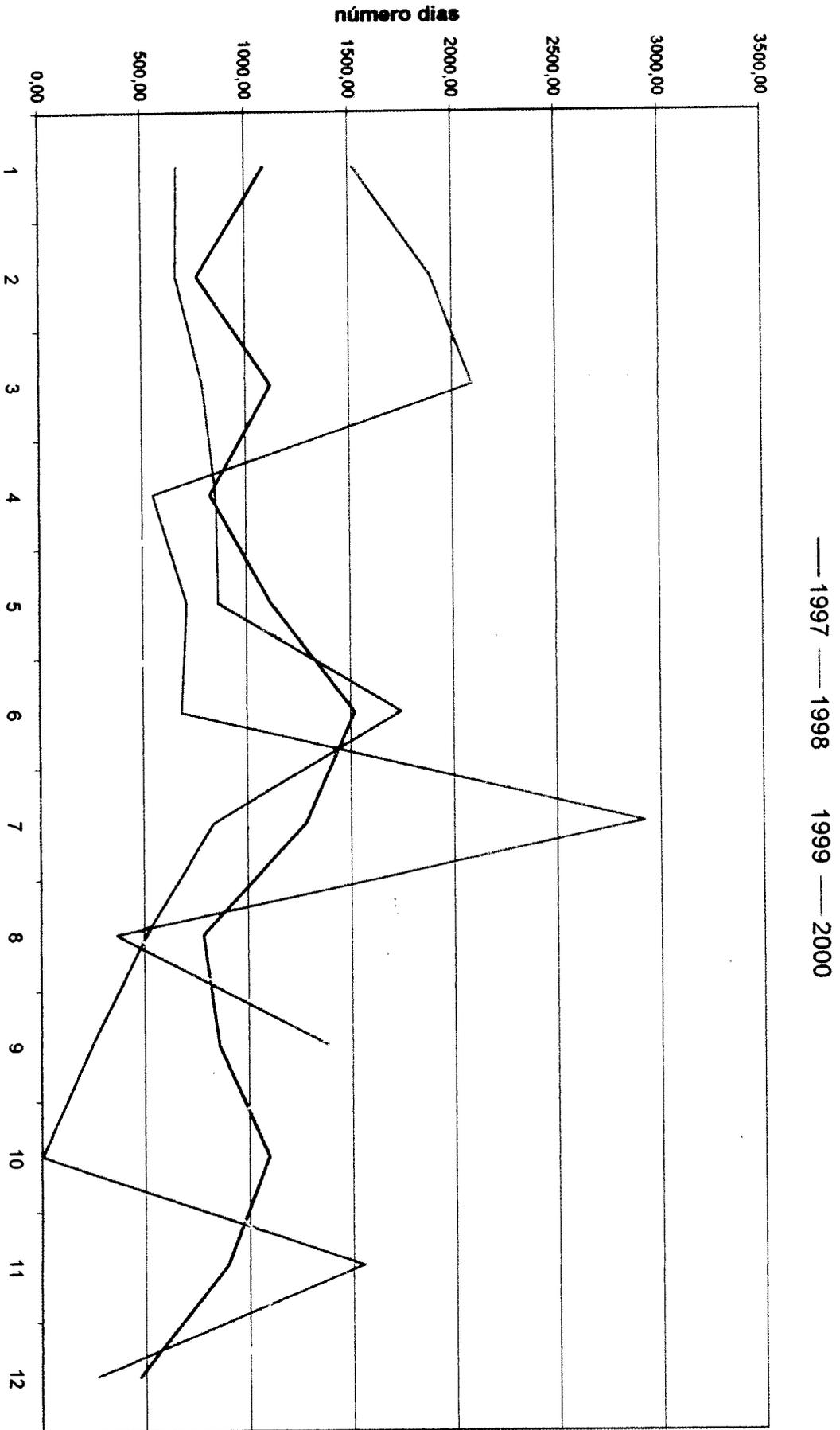


spread dos bônus de bancos

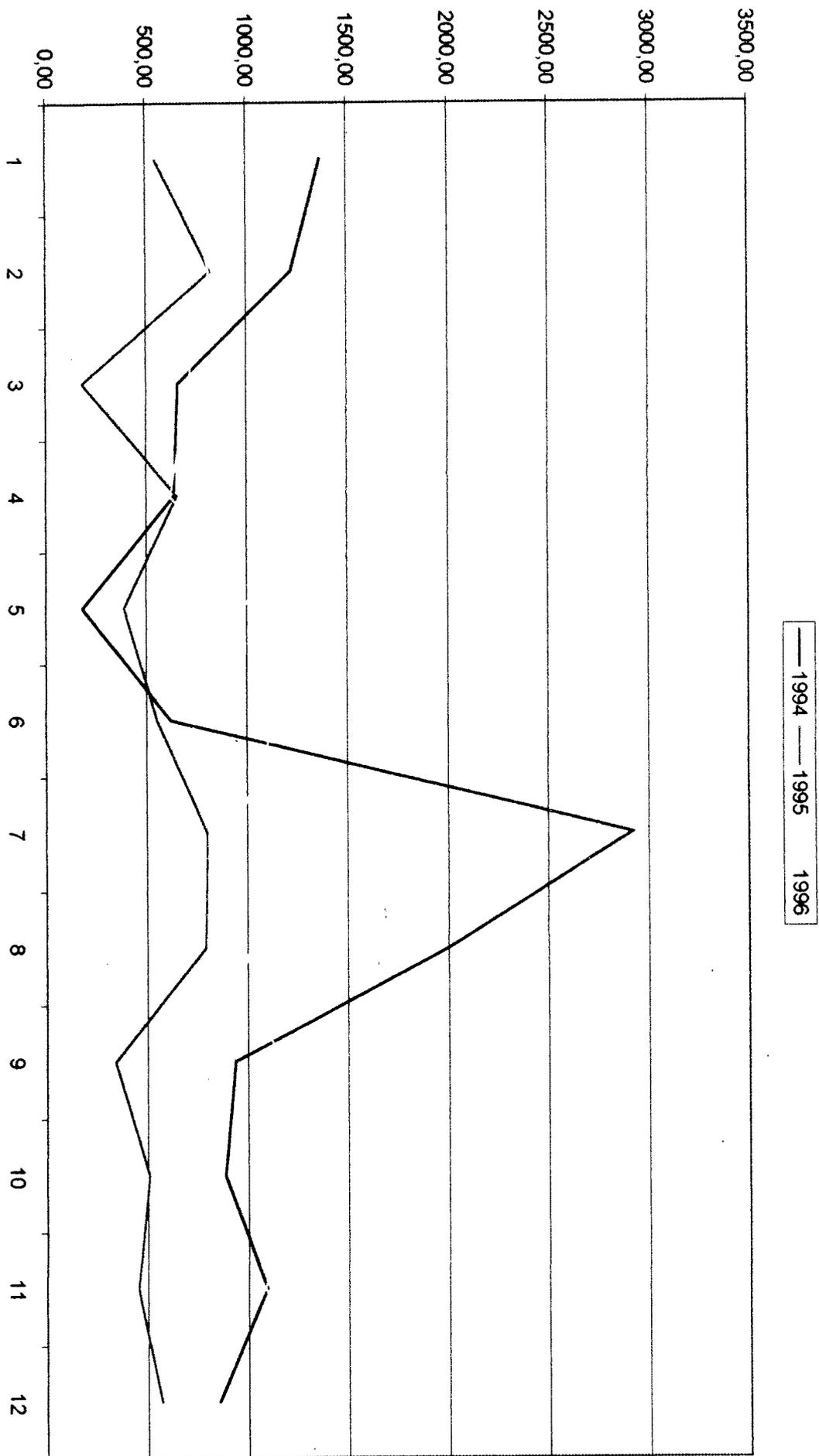
Juros dos bônus bancários



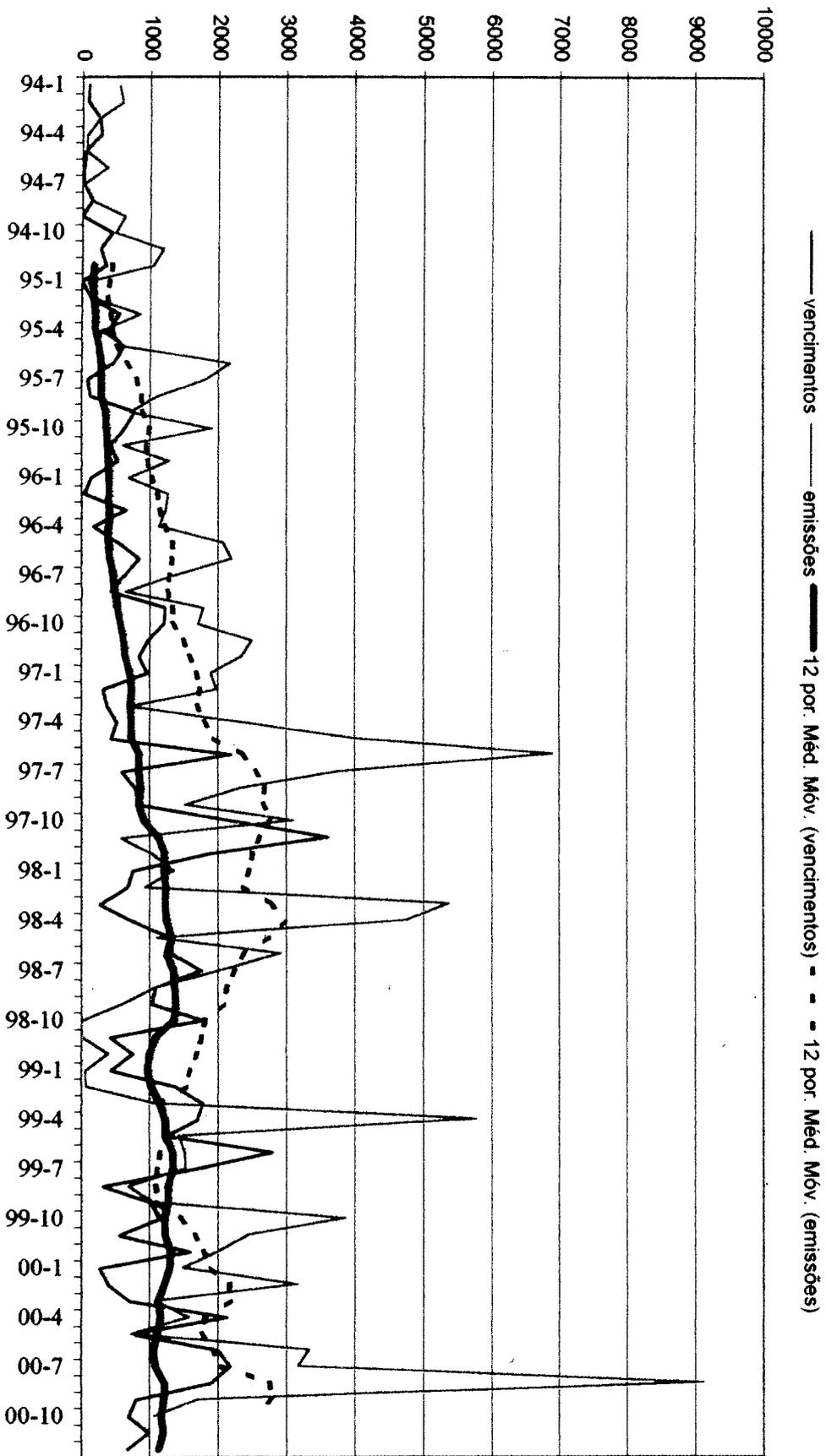
prazo médio emissões (prazo/ número emissões ao mês)



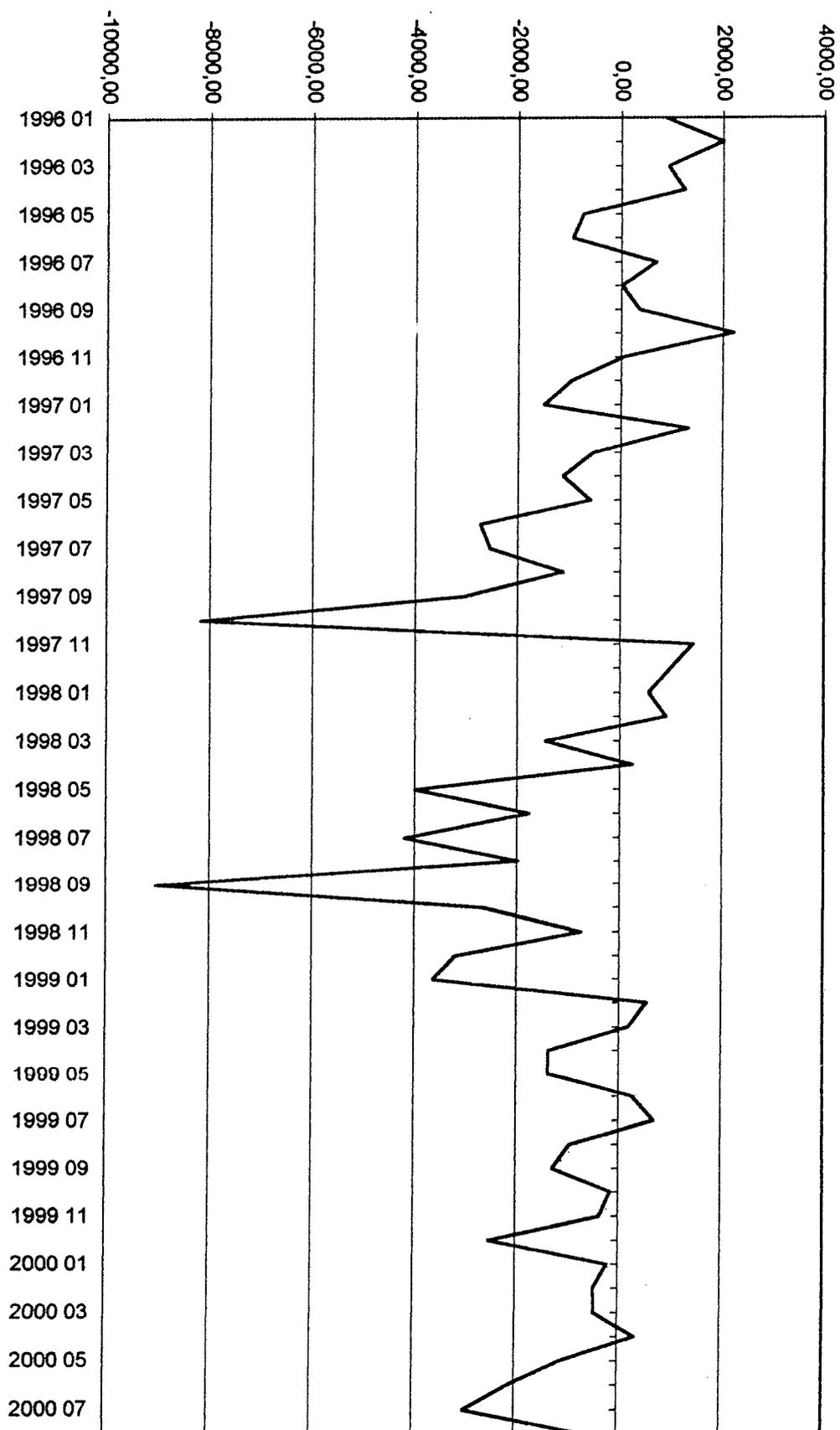
prazo médio das emissões (prazo/número de emissões no mês)



vencimentos & emissões mensais, US\$ MILH

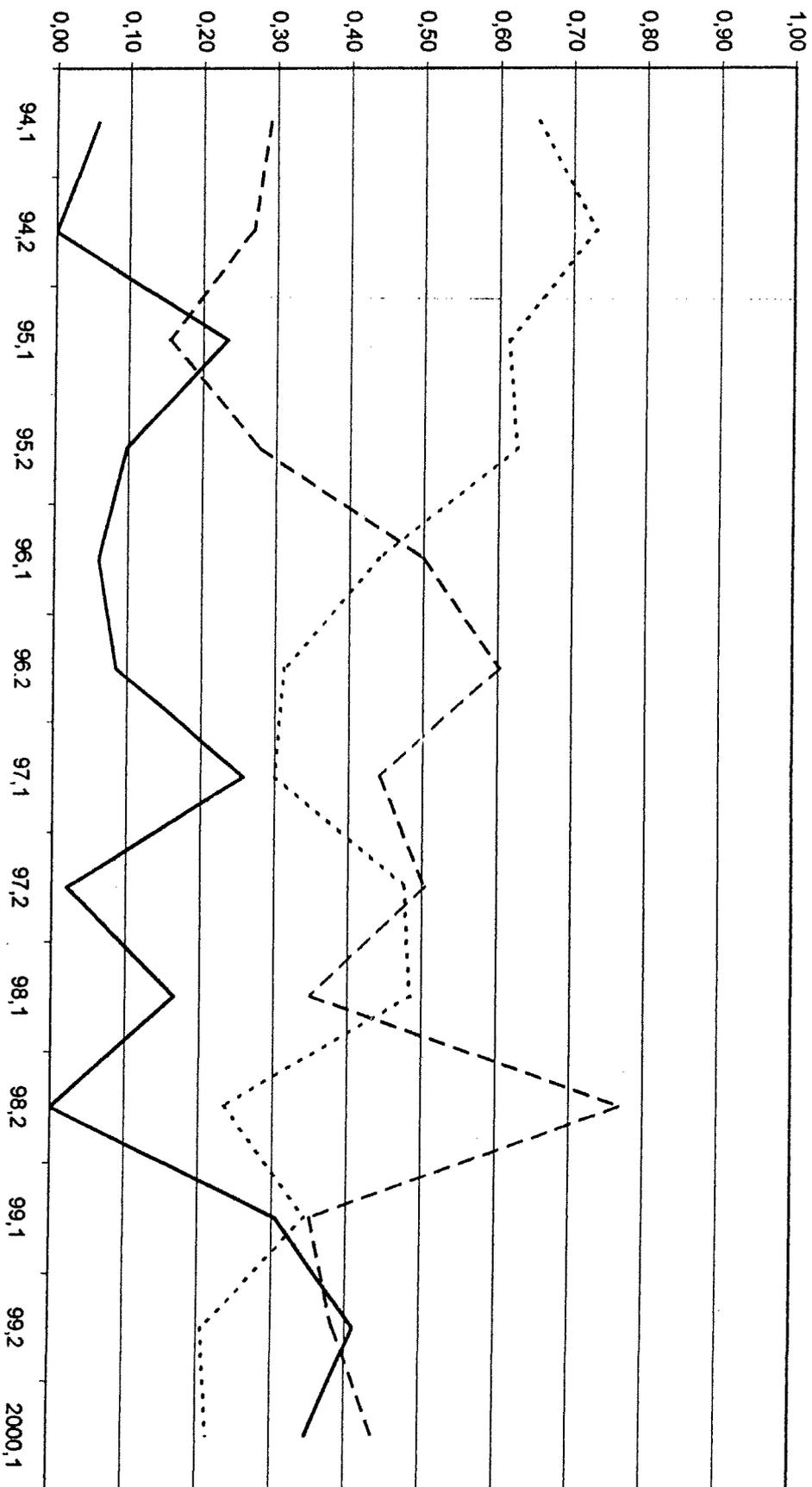


variação de capitais de curto prazo, mensal US\$ MILH

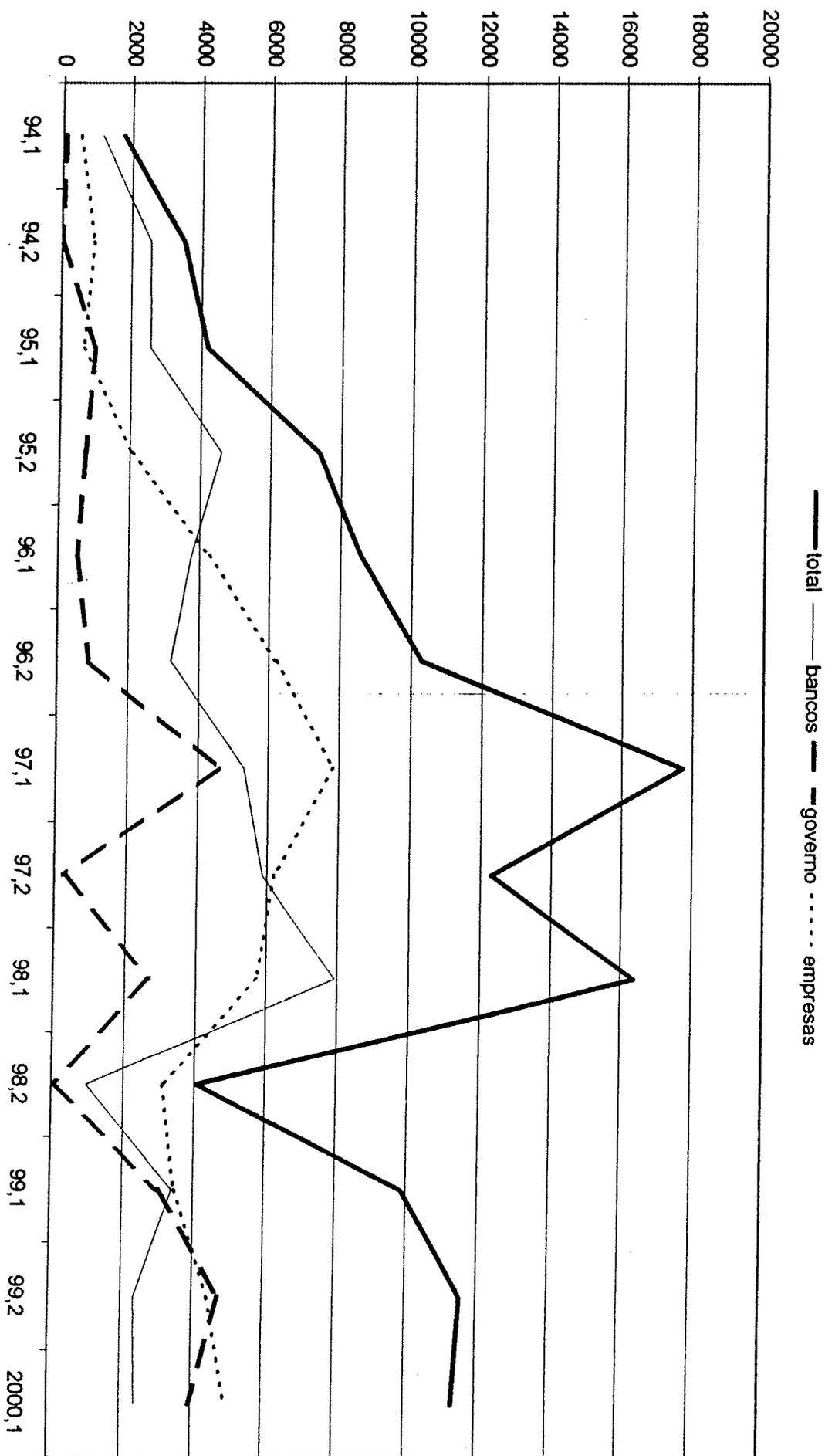


valores rela sementes bge

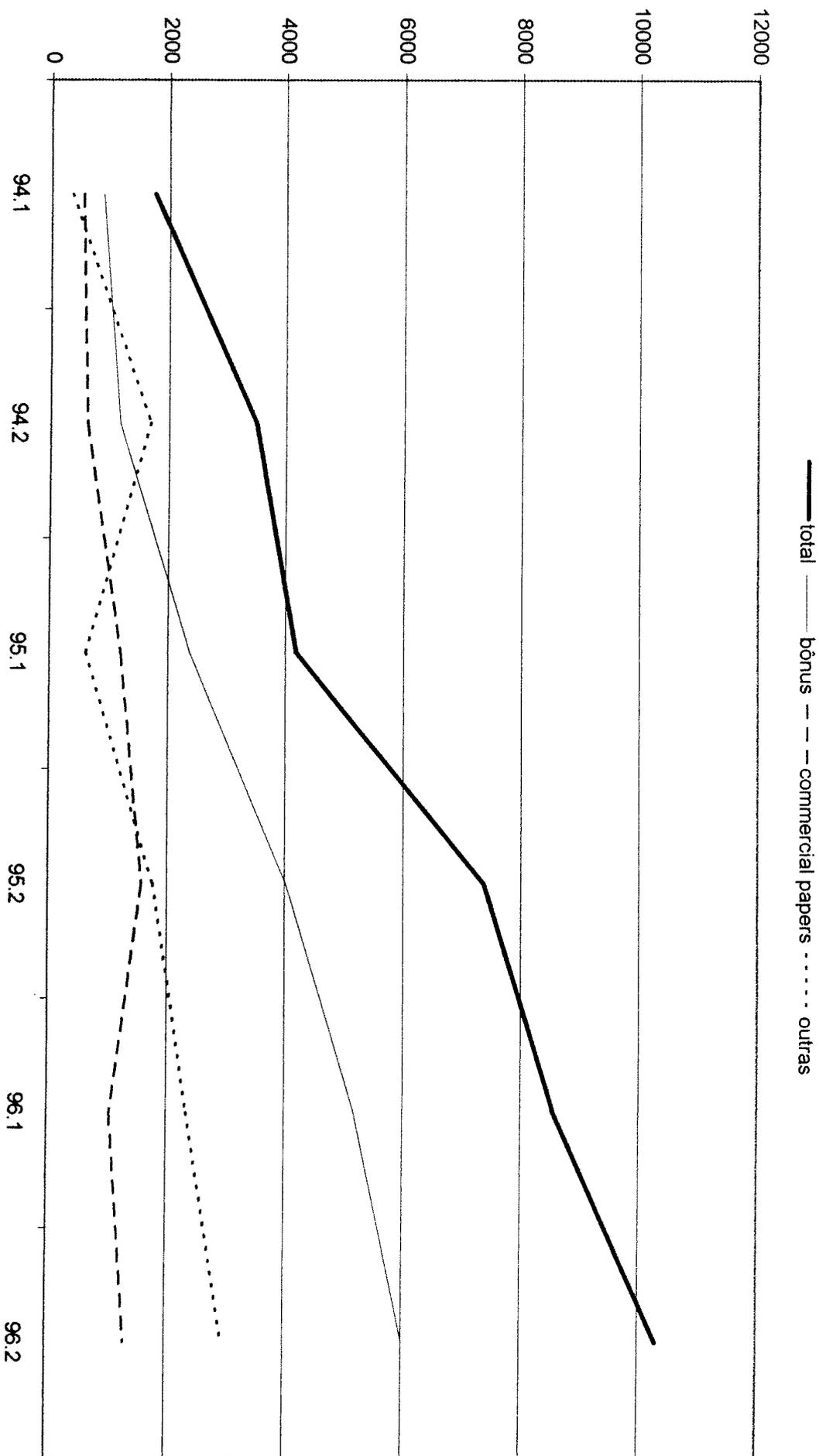
..... bancos — governo - - - - empresas



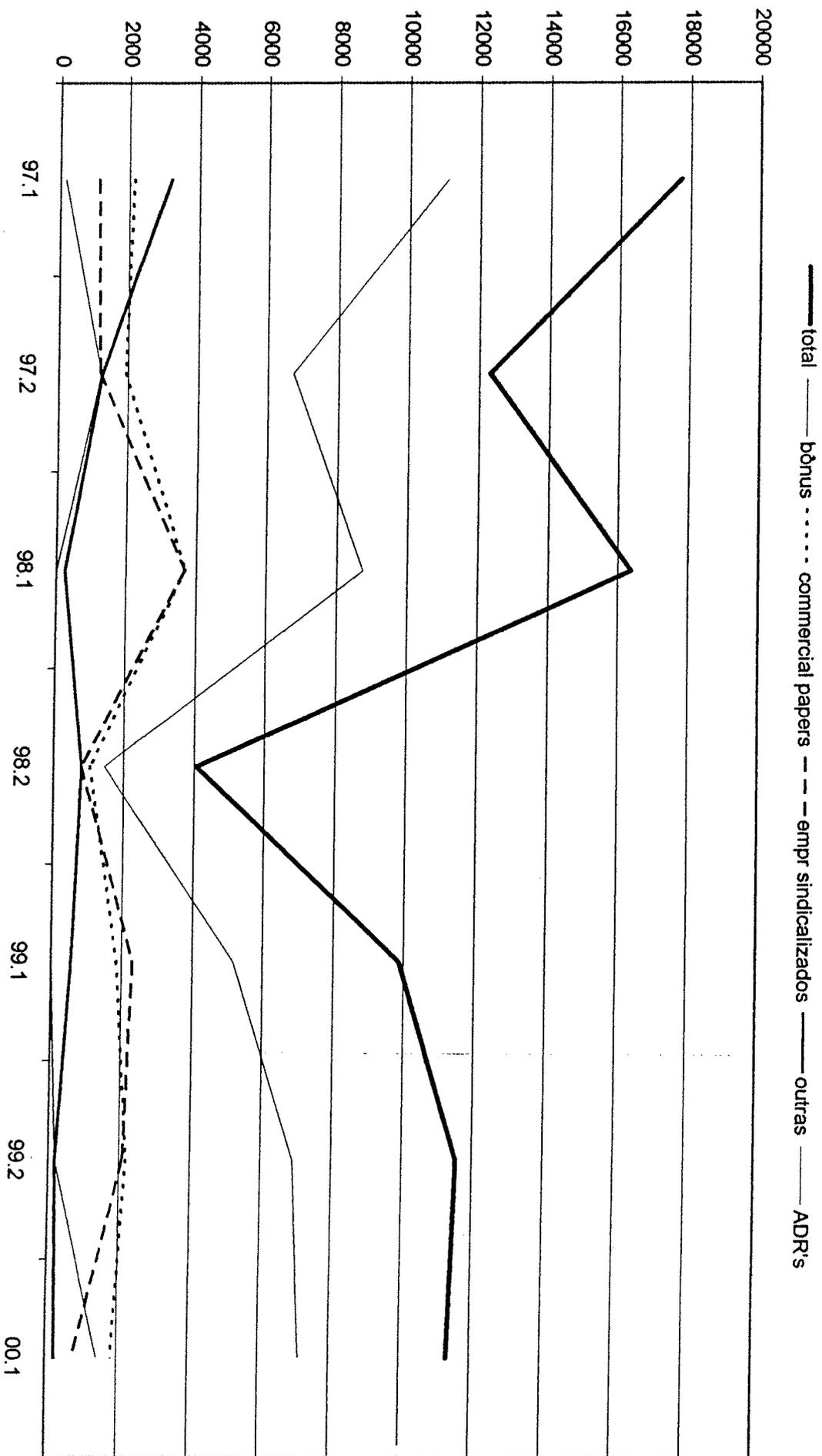
volume de emissões por semestre, US\$ MILH



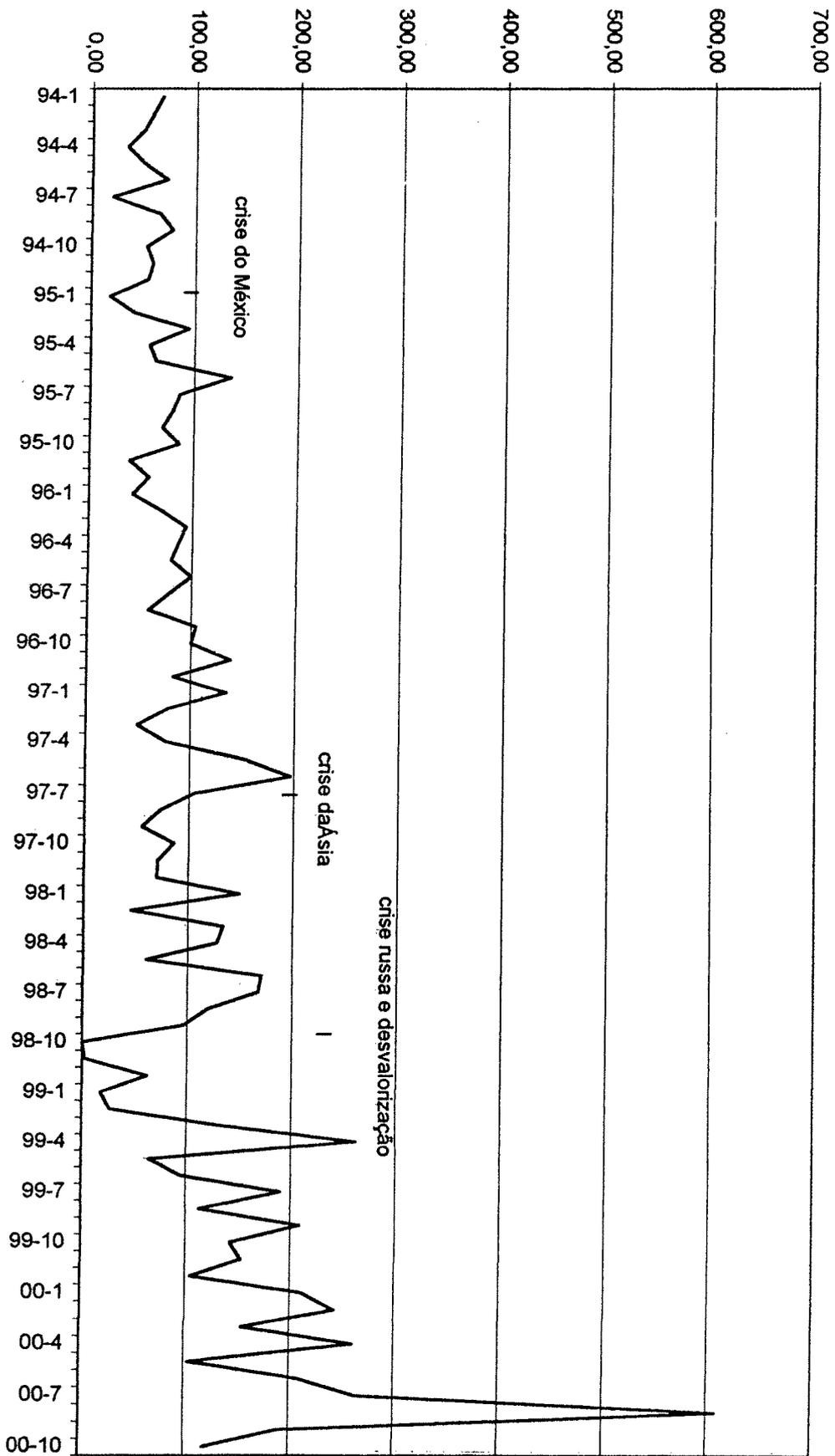
composição das emissões por semestre

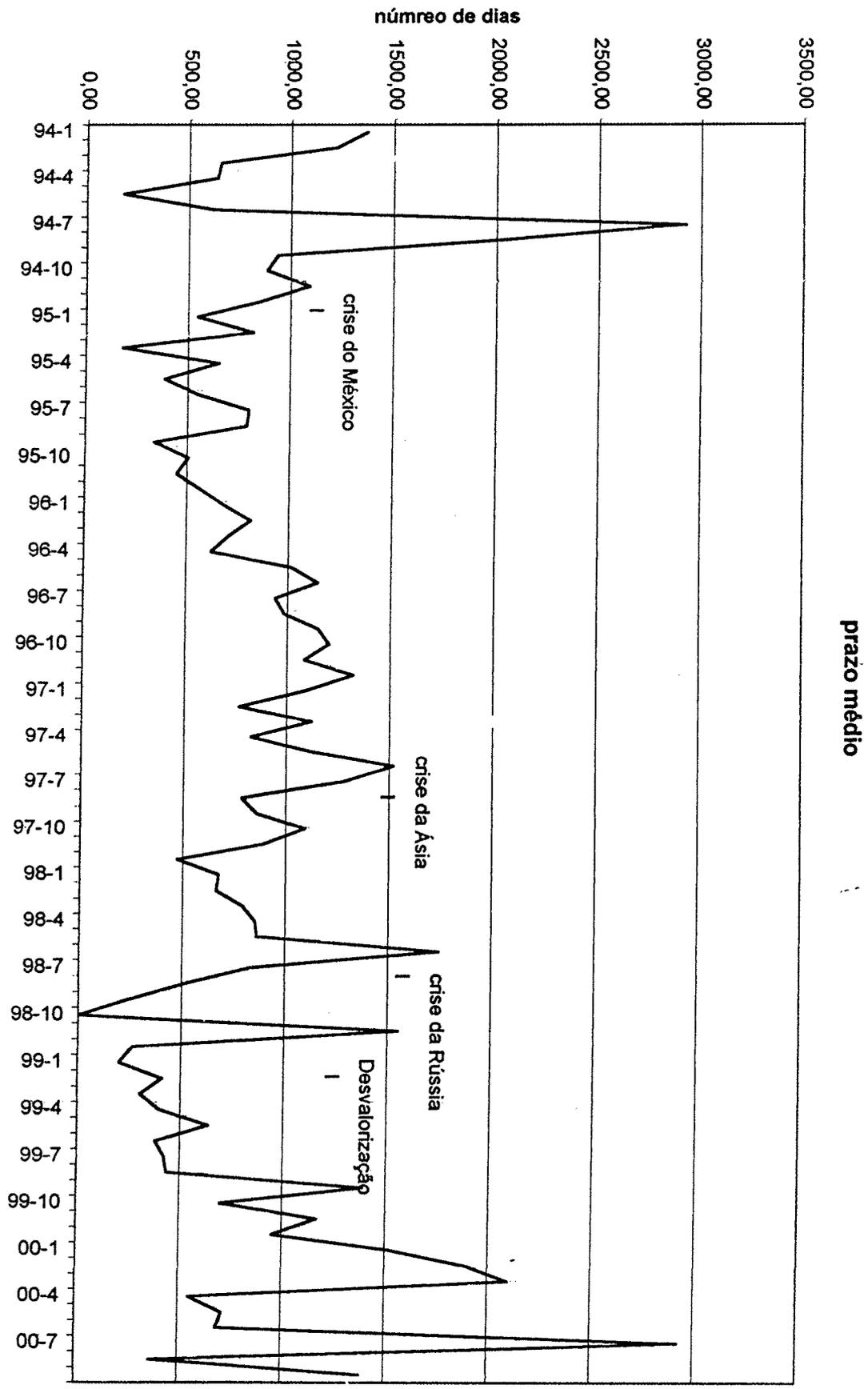


composição das emissões por semestre



volume médio das emissões ao mês US\$ MIL.H





volume de ADRs US\$ MILH

