

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MATO GROSSO
PRÓ-REITORIA DE ENSINO DE PÓS-GRADUAÇÃO
ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS E DERIVATIVOS

REINALDO MAIA SIQUEIRA

AVALIAÇÃO DO MERCADO DE DERIVATIVO DE CRÉDITO NO BRASIL
APÓS O INICIO DA CRISE ECONÔMICA DE 2008

CUIABÁ

2012

REINALDO MAIA SIQUEIRA

**AVALIAÇÃO DO MERCADO DE DERIVATIVO DE CRÉDITO NO BRASIL
APÓS O INICIO DA CRISE ECONÔMICA DE 2008**

Pesquisa apresentada à Coordenação do curso de Mercado de Capitais e Derivativos, da Universidade Federal do Mato Grosso – UFMT, como cumprimento à exigência parcial para a obtenção do título de Especialista.

Orientador: Prof.Dr. Arturo Zavala

CUIABÁ – MT

2011

TERMO DE APROVAÇÃO
REINALDO MAIA SIQUEIRA

AVALIAÇÃO DO MERCADO DE DERIVATIVO DE CRÉDITO NO BRASIL
APÓS O INICIO DA CRISE ECONÔMICA DE 2008

Trabalho aprovado como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Mercado de Capitais e Derivativos do Curso de Mercado de Capitais e Derivativos da Universidade Federal de Mato Grosso – UFMT, sendo aprovado pela banca constituída pelo professor orientador e membros abaixo mencionados.

Compuseram a banca:

Prof. Dr. Arturo Alejandro Zavala Zavala - Orientador

Prof. Dilamar Dallemole

Prof. Alexandre Magno de Melo Farias

Cuiabá - MT

2011

DEDICATÓRIA

À Deus, Senhor da minha vida, pela força nos momentos de necessidades,
pela paz nos momentos turbulentos, pela alegria nos momentos difíceis e por permitir
concluir mais esse objetivo.

AGRADECIMENTOS

A minha esposa pelo incentivo e dedicação, suportando as viagens constantes e superando as dificuldades que se impunham. Te amo.

Aos meus pais pela dedicação e por sempre acreditar em meu potencial. Amo vocês.

Ao meu orientador pela paciência e disposição, mesmo com problemas e com pouquíssimo tempo para analisar cada página enviada, foi determinante na conclusão deste trabalho. Não teria concluído sem você.

Aos colegas de classe que me ajudaram, com os trabalhos em grupo e com idéias que acabaram por dar forma a esse tema.

RESUMO

Os derivativos de crédito tem se tomado importante mecanismo de administração de risco de crédito, (por permitir transferir esses riscos para terceiros) e alavancagem de ativos (ao possibilitar ganhos de spread) no mercado financeiro internacional. Tornou-se gigante no mercado internacional superando as negociações físicas em bolsas. Observa-se uma estreita relação entre o avanço da crise de 2008 que começa nos Estados Unidos e tem sua origem nos contratos hipotecários, e os derivativos de créditos. Por isso, a maioria dos economistas defende que o Brasil tenha sofrido pouco impacto em sua economia uma vez que o tamanho do seu mercado ainda é pequeno se comparado as grandes economias mundiais. Dentre as varias razões para isso esta o fato de no Brasil existam legislações e entidades governamentais que regulam e controlam os vários tipos de modalidades de derivativos, bem como suas negociações. No Brasil, por exemplo, dentre as várias modalidades de derivativos de créditos existentes são permitidas apenas as negociação de Swaps de crédito e Swaps de retorno total, sendo o primeiro o mais utilizado. Segundo a teoria marxista as razões para às crise sistêmicas se espalharem pelas demais economias esta exatamente na utilização do mecanismo de crédito, que retarda a realização do processo de troca, consequentemente ha o retardo da realização do lucro devido um superincremento na composição orgânica do capital. A base para essas afirmações estão contidas nas análises dos fatores que possibilitaram o avanço e propagação da crise pelas economias mundiais, o levantamento do mercado de derivativo de crédito no Brasil e no mundo, por meio de pesquisas bibliográficas, livros, acervos virtuais, dentre outras publicações. As análises se baseiam nos dados publicados dos anos de 2004 a 2009, devido a pouca disponibilidade de dados mais recentes para estudo, verificando ao longo desses anos um crescimento da participação desses títulos no mercado de derivativo

nacional e um rápido encolhimento em decorrência da crise seguido de uma recuperação ainda muito tímida nos anos seguintes.

Palavra-chave: Economia, mercado de capitais e derivativo

ABSTRACT

Credit derivatives have become an important mechanism for managing credit risk (by permitting transfer these risks to third parties) and leveraging of assets (gains of the spread) in the international financial market. He became a giant in the international market by overcoming the physical trading on exchanges. There is a close relationship between the advance of the 2008 crisis that began in the United States and has its origin in mortgage contracts and credit derivatives. Therefore, most economists argues that Brazil has suffered little impact on its economy since the size of your market is still small compared to major world economies. Among the several reasons for this is the fact that in Brazil there are laws and government entities that regulate and control the various forms of derivatives, as well as their negotiations. In Brazil, for example, among the various types of credit derivatives are allowed only the existing negotiation of credit swaps and total return swaps, the first being the most used. According to Marxist theory, the reasons for the systemic crisis spread by other economies in the use of exactly this credit facility, which delays the completion of the exchange process, hence there the delay to the completion of a profit due superincremento organic composition of capital. The basis for these assertions are contained in the analysis of the factors that led to the advancement and propagation of the crisis economies, the lifting of the credit derivatives market in Brazil and the world through literature searches, books, virtual collections, among other publications. The analysis is based on data published in the years 2004 to 2009, due to limited availability of recent data for the study, checking over the years an increasing share of these derivative securities in the domestic market and a rapidly shrinking due to the crisis followed a recovery is still very shy in the following years.

Keyword: economics, capital markets and derivative

LISTA DE QUADRO

Quadro 1. Perdas reconhecidas pelas instituições financeiras até 01/04/08 – US\$ bilhões	179
Quadro 2. Participantes do mercado de derivativos de crédito.....	32
Quadro 3. Participação no mercado de derivativos de crédito por praça (ano 2006 - estimativa) – bilhões de dólares.....	33
Quadro 4. Valor dos Contratos de derivativos de crédito nos EUA.....	34
Quadro 5. Swap de crédito no Brasil.....	37
Quadro 6. Mercado de ações Bovespa.....	38

LISTA DE GRÁFICO

Gráfico 1 – Importação e Formação Bruta de Capital Fixo.....	22
Gráfico 2 – Exportação – quantum e preços.....	23
Gráfico 3 – Preços de Commodities e de Exportação.....	23

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
1.1 Tema e Problemática	10
1.2 Objetivos	11
1.2.1 Objetivo Geral	11
1.2.2 Objetivo Específico	11
1.3 Justificativa	11
1.4 Metodologia	13
2. MERCADO DERIVATIVO DE CRÉDITO	15
2.1 Contextualizando a crise de 2008	15
2.2. A crise de 2008 e o Brasil	19
2.3. Avaliação Econômica da Crise de 2008	22
2.4 Conceitos	27
2.5 Derivativos de Crédito global e sua repercussão nas crises	29
3. OS PRINCIPAIS FORMATOS DE DERIVATIVOS DE CRÉDITO NO BRASIL	33
3.1 <i>Swaps</i> de crédito	33
3.2 <i>Swaps</i> de Retorno Total	36
4. OS DERIVATIVOS DE CRÉDITO E A CRISE	37
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	40
6. REFERENCIAS BIBLIOGRAFIA	45
7. ANEXO	48

1. INTRODUÇÃO

Temos visto nas últimas duas décadas uma internacionalização do sistema financeiro, cada vez mais acentuada entre as economias mundiais. Essa inter-relação tem sido responsável por frequentes crises no balanço de pagamento, bem como alvo de ataques especulativos às moedas nacionais.

As instituições internacionais, no uso das políticas econômicas tradicionais, não são capazes de conter, a contento, essas crises, que se revelam cada vez mais sistêmicas (crise de demanda efetiva e de aumento do desemprego) bem como, monitorar com eficácia e solucionar as crises internacionais.

A ação dos grandes gerenciadores de fundos, em um mercado cada vez mais liberalizado e integrado, esta se convertendo em uma espécie de um grande cassino global. Aliado a isso a grande mobilidade dos capitais na economia contemporânea tem aumentado as transações especulativas em moeda estrangeira.

Desta maneira, em contraste com os mercados fechados do passado, os fluxos de capital no presente podem ter uma ação destrutiva sobre países e setores econômicos e, ainda, comprometer a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas. Isso gera um “dilema da globalização”, qual seja: enquanto a globalização dos mercados financeiros aumenta as oportunidades de financiamento do investimento, com a diversificação dos instrumentos financeiros, ao mesmo tempo esta tendência pode ocasionar efeitos econômicos negativos, gerando, assim, um colapso nas decisões de investimento. Com isso as economias ficam vulneráveis a ataques especulativos com base em uma notícia, (uma espécie de profecia), que leva a uma decisão instantânea de fuga de capitais, fazendo com que a tentativa, por meio dos

governos, de sustentação da taxa de câmbio se torne ineficiente gerando dessa forma uma crise cambial. (SCHEINKMAN apud GARCIA, 1996)

As crises quando no âmbito localizado ou periférico, em economias menores, são facilmente controladas por medidas ou mecanismos de proteção existente em cada país. Porém quando essa crise surge em um país significativamente grande, existe o risco de se tornar uma crise sistêmica¹, o que nesse caso poderá afetar a economia mundial. Um exemplo disso foi a crise americana que eclodiu em setembro de 2008, embora tenha surgido bem antes mais precisamente em 2001 e veio se arrastando até dezembro de 2007 quando propriamente se manifestou nos EUA, tornando-se global em setembro de 2008.

Muito tem se falado que o Brasil sairia da crise de 2008 sem grandes prejuízos na sua estrutura econômica e financeira, o que para alguns, como o ex-diretor de políticas econômicas do Banco Central o economista Luiz Eduardo Assis, em entrevista ao é devido ao mercado de derivativo de crédito no Brasil ainda ser muito pequeno, se comparado às grandes potências mundiais, garantindo dessa forma a integridade financeira da economia nacional. (Garcia, 2008. P.12).

Embora os derivativos de crédito, sejam instrumentos financeiros, relativamente novos, eles têm causado grandes debates quanto a sua utilização e fiscalização pelas autoridades econômicas e financeiras mundiais, e se intensificou a partir da crise de 2008, por conta da mensuração desse instrumento, que até então não se tinha uma real avaliação do seu tamanho e de sua repercussão.

¹**Crise sistêmica**: caracterizada pelo colapso de todo um sistema. Inicia com o risco sistêmico que é o risco de uma instituição não pagar a outra, que consequentemente não pagará uma terceira e assim por diante, levando a perturbação de todo o sistema, ou seja, a uma crise sistêmica. **BRESSER PEREIRA, L. C. Dominação financeira e sua crise no quadro do Capitalismo e do estado democrático social.** Revista Estudo Avançado, 22 (64) 2008: 195-205.

A crise de 2008, segundo vários economistas, possui de certa forma, uma relação com a utilização desses instrumentos, pois eles favorecem a propagação da crise, devido a sua interligação entre os agentes e os mercados mundiais.

Porem qual era o estágio em que se encontrava o Brasil comparado às demais economias mundiais antes da crise de 2008, e qual será o atual estágio “pós-crise”?

Esse trabalho tem por objetivo fazer uma avaliação do mercado global de derivativo de crédito no período 2004-2009, para então fazer uma avaliação do mercado brasileiro em relação ao mercado mundial.

Dessa forma torna-se importante analisar o crescimento do mercado derivativo de crédito no Brasil e sua relação com o mercado global, de forma a visualizar até que ponto o sistema financeiro brasileiro esta interligado e sua potencialidade frente a uma crise de tamanha proporção mundial, em um momento de euforia nacional para o crescimento econômico, bem como analisar como esta esse mercado de derivativos no Brasil, que por um lado possibilita um crescimento para economia por alavancar recursos necessário para o crescimento das empresas, mais que por outro lado é extremamente volátil e de difícil mensuração.

Para tanto buscarei analisar os seguintes objetivos específicos:

- ✓ Análise da crise de 2008 e seu impacto sobre o mercado acionário brasileiro;
- ✓ Levantamento do mercado de derivativos de crédito global;
- ✓ Descrever a contribuição dos derivativos de créditos na administração de riscos dos agentes econômicos;
- ✓ Identificação e descrição dos instrumentos derivativos de créditos existentes;
- ✓ Identificação dos instrumentos de derivativos de créditos utilizados no Brasil.

As análise e conclusões foram obtidas com base nas seguintes metodologias: Pesquisas bibliográficas, obtenção de dados estatísticos e quantitativos junto a entidades participantes do mercado de derivativo de crédito, uma vez que dados publicados por empresas oficiais são praticamente inexistente e conclusão de trabalhos acadêmicos publicados. Foram utilizados livros, acervos virtuais, dissertações publicadas, artigos, revistas, sites de órgãos governamentais e instituições participantes do mercado de derivativos de crédito.

Segundo Lakatos,

“a pesquisa bibliográfica permite compreender que, se de um lado a resolução de um problema pode ser obtida através dela, por outro, tanto a pesquisa de laboratório quanto a de campo (documentação direta) exigem, como premissa, o levantamento do estudo da questão que se propõe a analisar e solucionar. A pesquisa bibliográfica pode, portanto, ser considerada também como o primeiro passo de toda pesquisa científica”. (1992, p.44)

Uma de suas características principais é dar ao pesquisador uma bagagem teórica variada, contribuindo para ampliar o conhecimento e fazer da pesquisa um material rico sobre o assunto, fundamentando teoricamente o material a ser analisado. Assim, faz com que o pesquisador além de ampliar seus conhecimentos, torne-se um leitor na busca e levantamento dos dados e informações.

Todo e qualquer trabalho acadêmico requer um conhecimento sobre os livros, artigos, periódicos de modo impresso, eletrônico, etc., sendo imprescindível um processo metodológico, um certo caminho a seguir, como forma de ser racional e econômica para aquele que realiza a pesquisa. (Souza.2001,p.59)

Esta consulta é realizada em diversos tipos de fontes que podem ser documentais, textuais, cartográficos ou audiovisuais, consiste em analisar o material recolhido para que se

saiba se estas informações embasarão e responderão as questões a serem pesquisadas sobre o assunto desenvolvido.

Para Lakatos (1992, p.44) as fases da Pesquisa Bibliográfica compreendem oito fases distintas:

- a) Escolha do tema: é o assunto que se deseja provar ou desenvolver
- b) Elaboração do plano de trabalho: deve-se observar a estrutura de todo trabalho científico. Coletar o material bibliográfico e planejar a introdução, desenvolvimento e conclusão;
- c) Identificação: é fase de reconhecimento do assunto pertinente ao tema de estudo para realizar a análise do material bibliográfico;
- d) Localização: localizar as fichas bibliográficas nos arquivos das bibliotecas;
- e) Compilação: reunião de todo material coletado;
- f) Fichamento: transcrever os dados coletados, as fontes de referência em fichas;
- g) Análise e interpretação: é a crítica do material bibliográfico e comprovação ou refutação das hipóteses, com base nos dados coletados expondo a sua compreensão; Redação: é a escrita da pesquisa, que pode ser uma monografia, dissertação ou tese.

O trabalho estrutura-se da seguinte forma. No primeiro capítulo tem-se uma análise geral da crise de 2008 e o mercado derivativo dando ênfase a sua importância de se fazer um estudo do assunto. No segundo capítulo faz-se uma contextualização da crise e um levantamento do mercado de derivativo de crédito global e sua repercussão nas crises mais recentes. Já no terceiro capítulo tem a identificação e descrição dos três instrumentos derivativos mais

utilizados e analisa-se a sua contribuição na administração de riscos dos agentes econômicos. No quarto capítulo faz-se a identificação dos instrumentos de derivativos de créditos utilizados no Brasil e seu crescimento nos anos de 2008 a 2010. E por último, no quinto capítulo, encerra-se o trabalho com as considerações finais.

2. MERCADO DERIVATIVO DE CRÉDITO

2.1 Contextualizando a crise de 2008

Segundo Cintra e Farhi (2008), indica que a crise financeira foi iniciada em meados de 2007, basicamente pela elevada inadimplência e a desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas americanas de alto risco (subprime).

Scherer e Cintra (2008), fazem uma pergunta importante: como uma crise de origem de crédito imobiliário se foi transformando em uma crise financeira? A qual afeta os diversos mercados de crédito pelo mundo?

Também afirmam que esta crise começou ainda mais atrás, já que esta bolha imobiliária como assim o indica foi em consequência a dois impactos financeiros, o primeiro com a elevação da bolsa da Nasdaq entre 1994/2000 e a segunda pelo impacto do 11 de Setembro de 2001, devido a estes dos fatores as famílias nos Estados Unidos se concentraram na compra de materiais para novas residências, pelos baixos juros existentes naquele momento, desta forma foi dinamizado a economia americana. Esta atividade levou a especulação no preço das residências. Além disso, os créditos imobiliários envolviam os Bancos Comerciais assim como os Bancos de Investimento e a criação de títulos baseados diretamente nas hipotecas (Residential Mortgage Backed Securities – RMBS). Estes créditos mais arriscados foram denominados de Ninja (No income, no job, no assets – clientes sem trabalhos, ingressos e ativos) estes créditos cobravam maiores taxas pelo risco.

Estes títulos RMBS junto a outros como venda de automóveis, de imóveis comerciais, parcelamentos de cartão de crédito e créditos estudantis, foram empacotados sobre a forma de Collateralized Debt Obligations (CDO), emitidas por Bancos de Investimentos e vendidas a hedge funds² de todo o mundo, isto aconteceu em 2006, neste ano devido a uma relativa normalidade nas taxas de juros, o preço dos imóveis deixa de aumentar, e passa a reduzir. Com isto, é desestimulado os pagamentos dos compradores de imóveis em 2007, criando inadimplência, o pior é que muitos de estes empréstimos hipotecários foram concedidos com 100% no valor do imóvel. Isto levou a que todo o setor imobiliário se encontre inadimplente, em consequência pela relação do CDO os Bancos de Investimentos de todo o mundo também se encontrem inadimplente, criando o caos financeiro em Agosto de 2007, além disso, os Bancos tiveram fortes perdas com os títulos, os Bancos com maiores problemas se viram à beira da falência e precisaram da ajuda do governo, isto levou também a que os Bancos tiveram crise de confiança pelo qual eles não queriam emprestar mais.

Como exemplo do problema temos em Scherer e Cintra (2008), que para início de abril de 2008, os balanços divulgados indicam que os Bancos de Investimentos e Bancos Comerciais tiveram uma perda de aproximadamente US \$ 232 trilhões, espalhados em todo o mundo à continuação se apresenta as perdas reconhecidas pelas seguradoras:

Quadro 1. Perdas reconhecidas pelas instituições financeiras até 01/04/08 – US\$ bilhões

Instituição	Writedowns ¹	Perdas de Crédito ²	Total
-------------	-------------------------	--------------------------------	-------

² Fundo de Investimento, denominada a formas de investimentos alternativas. Criada por Alfred Wilson Jones (1949), se caracteriza por ser aberta, isto é, os investidores podem investir e sacar dinheiro em intervalos regulares.

UBS	38,0		38,0
Merrill Lynch	25,1		25,1
Citigroup	21,4	2,5	23,9
HSBC	3,0	9,4	12,4
Morgan Stanley	11,7		11,7
IKB Deutsche	9,0		9,0
Bank ofAmerica	7,3	0,9	8,2
Deutsche Bank	7,4		7,4
Crédit Agricole	6,5		6,5
Crédit Suisse	6,3		6,3
Washington Mutual	0,3	5,5	5,8
JPMorgan Chase	2,9	2,1	5,0
Wachovia	2,9	2,0	4,9
Canadian Imperial (CIBC)	4,0		4,0
Societe Generale	3,8		3,8
Mizuho Financial Group	3,4		3,4
Lehman Brothers	3,3		3,3
Barclays	3,2		3,2
Royal Bank of Scotland	3,1		3,1
Goldman Sachs	3,0		3,0
Dresdner	2,7		2,7
Bear Stearns	2,6		2,6
ABN Amro	2,4		2,4
Fortis	2,3		2,3
Natixis	1,9		1,9

HSH Nordbank	1,7		1,7
Wells Fargo	0,3	1,4	1,7
BNP Paribas	1,3	0,3	1,6
DZ Bank	1,5		1,5
National City	0,4	1,0	1,4
Bank of China	1,3		1,3
Bayerische Landesbank	1,3		1,3
Caisse d'Epargne	1,3		1,3
LB Baden-Wuerttemberg	1,3		1,3
Nomura Holdings	1,0		1,0
Sumitomo Mitsui	1,0		1,0
Gulf International	1,0		1,0
Outros bancos europeus	8,4		8,4
Outros bancos asiáticos	4,0	0,7	4,7
Bancos canadenses (exclusive CIBC)	2,4	0,1	2,5
TOTAIS	206,0	25,8	231,8

Fonte: Onaram (2008), publicado em www.blomberg.com, acesso em 01/04/2008.

Notas: 1) ativos marcados no balanço com desconto frente ao valor de face; 2) dívidas incobráveis devido a perdas de crédito.

Os autores indicam que os bancos centrais dos países injetaram elevados volumes de recursos nos mercados com a finalidade de tentar conter a crise de liquidez.

2.2. A crise de 2008 no Brasil

Em publicação da Folha de São Paulo³, afirmou que com o clima de desconfiança pelos Bancos e incertezas, o dinheiro para de circular, isto é, quem tem recursos sobrando não empresta, quem precisa de dinheiro não encontra quem forneça, isto leva ao encarecimento do crédito disponível.

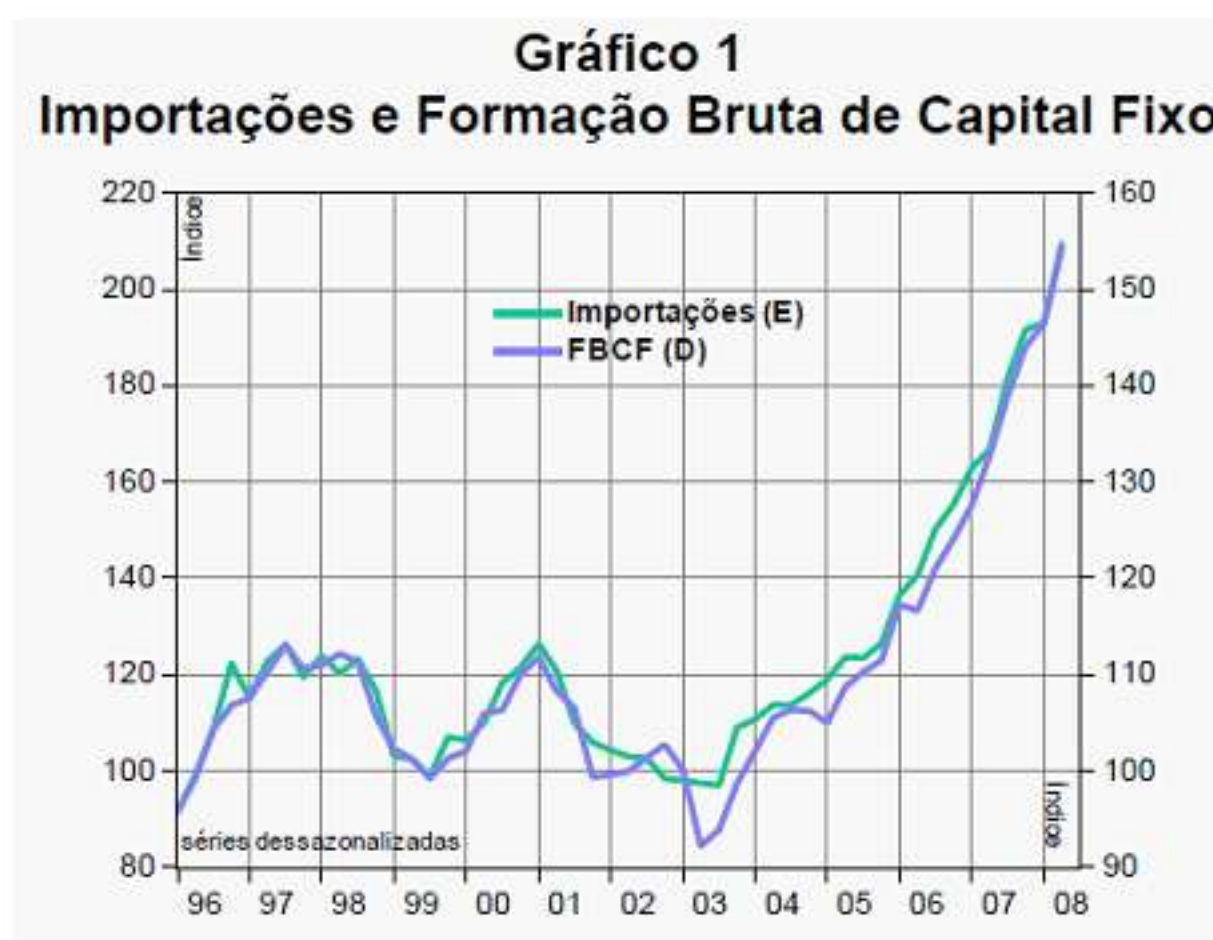
Com a circulação de dinheiro congelada, e o consumo comprometido como resultado se tem a contração das economias, como os Bancos tem desconfiança no Brasil às empresas tem dificuldade em conseguir recursos para fazer negócios no exterior o que leva a uma queda de empregos e renda no país, traz consigo a redução no consumo das famílias e investimento das empresas, criando-se o efeito dominó, os setores mais afetados foram o setor automotivo, o setor imobiliário, e aqueles vinculados a investimentos, pois estes dependem de financiamento.

Como consequência a tudo isto, investidores retiram o crédito por medo da queda nas ações, fazendo faltar recursos para que as empresas invistam, desta forma também os investidores escolhem investimentos mais seguros e empresas estrangeiras que investem no Brasil vendem seu crédito aqui para cobrir lá fora. Com isso houve uma desaceleração do PIB brasileiro no período da crise.

Uma alternativa considerada pelo Banco Central do Brasil foi de reduzir os depósitos compulsórios, com a finalidade de que os Bancos tivessem mais dinheiro para emprestar a seus clientes. Outras alternativas fomentadas pelo governo brasileiro foi de estabelecer linhas especiais de financiamento como colocar dinheiro no Proex (Programa de financiamento às exportações) e garantir recursos para ACC (Adiantamento de Contrato de Cambio) com isso o governo injetava dinheiro na economia fazendo com que o efeito multiplicador da moeda fizesse o seu papel de financiador do crescimento econômico.

³Entenda como a crise dos EUA afeta o Brasil. Uol, São Paulo, 30/09/2008.

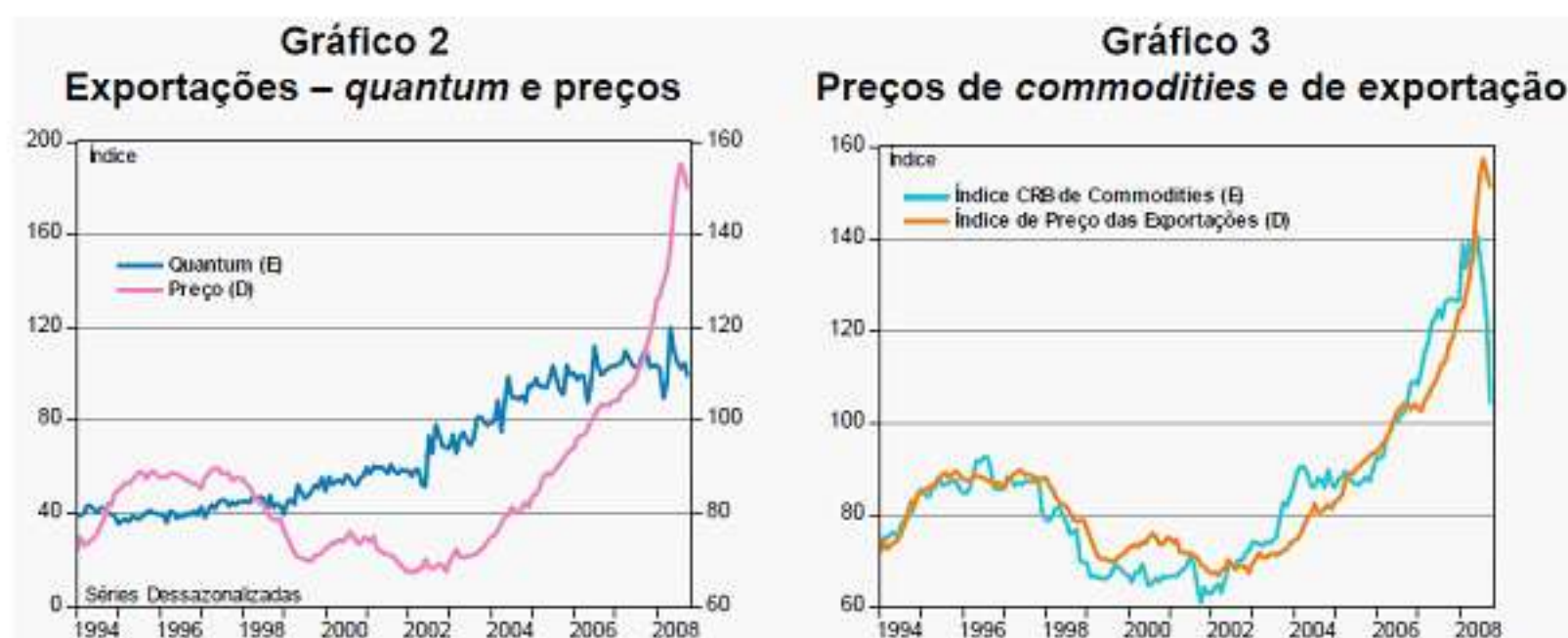
Segundo Pastore e Plnotti (2008), existem dois canais que foram afetados devido à crise de 2008, o primeira foi o encolhimento do fluxo de capitais devido a escassez de moeda em circulação, e o segunda os preços internacionais das commodities que despencaram por conta do encolhimento do mercado internacional. Esses dois fatores indicam que Brasil é muito dependente das importações como se apresenta no seguinte gráfico:



Fonte: Extraído de Pastore e Plnotti (2008)

Este gráfico permite identificar a estreita dependência do Brasil de maquinarias e equipamentos importados, bem como de a dependência de importações de matéria prima e componentes para as maquinarias construídas localmente.

Os autores indicam ainda que existe uma interligação entre as exportações e as importações, isto é, a formação bruta de capital fixo é dependente das importações, e o crescimento destas foi em grande parte facilitado pelo aumento das exportações, segue-se que o ciclo de elevação dos preços internacionais de commodities está por trás do ciclo de elevação da taxa de crescimento do PIB brasileiro nos últimos anos.



Fonte: Extraído de Pastore e Pinotti (2008)

No gráfico 2 os autores apresentam duas fontes de crescimento o quantum físico e seus preços médios em dólares, observa-se que a partir de 2005 o quantum físico não teve aumentos significativos mas o valor do preço em dólares das exportações incrementou. No gráfico 3, os autores desejam apresentar a relação entre os preços em dólares das exportações e os preços internacionais das commodities, observe-se que em 2008 o preço internacional das commodities esta caindo, observando também que os preços das exportações também estão caindo.

Estes dois gráficos evidenciam que os preços internacionais das commodities causam influencias sobre os preços das exportações brasileiras, mas esta influencia não é imediata, se não é gradual ao longo do tempo.

2.3. Avaliação Econômica da Crise de 2008

Segundo Marx (1971) a especulação financeira encontra-se aliada à queda da taxa de lucro e a acumulação de estoques, fazendo parte de um processo complexo no qual a

acumulação de capital tende a superar o volume de consumo e o montante gerado nas relações inter setoriais.

A variável relevante para que a crise dispare seus efeitos nefastos na economia é o crédito. O crédito na versão de Marx é parte da evolução da sua categoria fundamental: a mercadoria. Pois quando a venda de mercadorias (ou o processo de troca) acontece sem o pagamento e, para que a circulação permaneça, desenvolve-se uma rede de relações creditícias, substituindo o dinheiro por títulos de crédito. Este processo segundo Marx é contraditório na medida em que a mercadoria deve realizar-se no processo de troca. Este chega a sua finalidade quando a mercadoria é vendida e em troca é realizado um pagamento em dinheiro, ou seja, o dinheiro confirma o valor (de uso e de troca) da mercadoria. Com o crédito este circuito não se fecha. A venda concretizada via crédito encerra apenas a primeira parte do ciclo. As crises, então tendem a ocorrer em razão da especulação, na qual a acumulação de capital, tomada como fundamental para a sobrevivência do empresário, conduz a organização do capitalismo a modificar sua estrutura. Logo se observa a elevação da composição orgânica do capital. Esta quando acompanhada da evolução, no uso de tecnologias não conduz o sistema, diretamente, em direção à queda da taxa de lucro. Porém caso ocorra o contrário temos o que chamamos de “superincremento da composição orgânica do capital”, isto significa que, ao aumento natural da composição orgânica (que já gera por si próprio uma tendência à queda da taxa de lucro), agrega-se agora uma massa adicional de capital parasita, que também atua no processo econômico e disputa a mais-valia, tornando assim essa disputa desleal. Esse processo provoca uma diminuição da taxa de lucro, conseqüentemente obriga o capitalista imperialista (como dizia Marx) a aumentar a extração direta e indireta de mais-valia, porém, esse aumento na mais-valia é rapidamente devorada e se apresenta incapaz de sustentar a taxa de lucro no longo prazo.

Contudo, segundo Carcanholo e Nakatani (1999), em períodos nos quais a disseminação dos avanços tecnológicos dá-se de forma próxima à homogênea devido à tecnologia de informação e comunicação e a redução das fronteiras – características da globalização – observa-se a redução da taxa de lucro. A queda da taxa de lucro não corresponde a uma redução nos preços, especialmente em um cenário onde a existência do crédito viabiliza tanto a comercialização das mercadorias quanto a manutenção dos estoques. O cenário econômico não passa a informação adequada para o mercado que vê suas empresas vendendo a crédito e apresentando sua rentabilidade quando não crescente, pelo menos estável. A indicação passada pelo comportamento dos agentes do mercado é a de que tudo está muito bem, entretanto, sustentada por uma ilusão, uma riqueza imaginária, que na verdade é apenas um direito a recebimento a um pagamento que ainda não existe.

No curto prazo o capital especulativo é capaz de impulsionar a economia através da expansão do crédito e do reforço da demanda, porém no longo prazo a taxa de lucro ira cair inevitavelmente, logo a crise gerada pelo capital fictício é mais profunda e mais forte que as crises cíclicas, exatamente pelo fato de também diminuir a taxa de lucro.

A análise marxista parece ter fundamento na crise americana, já que é consenso de todos os analistas que tal crise é hegemonicamente financeira, e que a causa direta foi a concessão de crédito por meio de empréstimos hipotecários para pessoas que não tinham capacidade de pagamento real, ou para aqueles que não possuiriam caso houvesse uma elevação na taxa de juro, os chamados “*subprime*”. Para agravar ainda mais o problema, a configuração atual dos sistemas financeiros, os derivativos e os produtos estruturados eram lastreados em crédito imobiliário que eram considerados como garantia. Cabe ressaltar que a crise global não se limita apenas a esse fato pode se acrescentar ao problema imobiliária: as baixas taxas de juros mantidas pelo Fed (Governo Federal de USA), a política de gastos

elevados implementada pelo governo norte-americano pós atentado de 11 de setembro, a fragilidade da regulamentação do sistema financeiro, e mais profundamente, a incapacidade do sistema de gerar riqueza real, sendo necessário recorrer aos ganhos gerados em processos de alavancagem, de valorização financeira e de especulação com ativos de menor liquidez.

A crise atual ficou caracterizada por uma crise de confiança, ou seja, a desconfiança e incerteza de que os agentes credores não teriam capacidade de honrar os pagamentos dos empréstimos hipotecários concedidos de forma descontrolada e irresponsável (Descontrolados, pois os agentes financeiros ficaram livres para criar inovações financeiras para securitizar os títulos podres; irresponsável, porque não houve preocupação com a regulamentação dos sistemas financeiros nacionais), provocou uma corrida pela tentativa de converter em ativos às garantias hipotecárias levando bancos a impossibilidade de materializar todas as solicitações gerando insolvência e conseqüentemente a falência de bancos ou a incorporação de bancos mais deficitários por outros, tudo isso patrocinado pelo Estado.

As crises refletem a necessidade de ajustes no sistema, e com ela as alternativas de contornar as deficiências do sistema e levá-lo a uma etapa mais ajustada. Em 1929 a crise mundial colocou em xeque a teoria Marxista, surgindo assim a teoria Keynesiana que dentre as principais contribuições, restabeleceu o comércio internacional, criou a autoridade monetária internacional e estabeleceu o dólar como moeda padrão do sistema monetário, comercial e financeiro internacional respaldado pelo ouro, que perdurou até a década de 70, quando novamente o mundo passou por uma nova crise global devido ao grande excesso de dólar sem lastro no sistema econômico internacional, levando o Presidente Nixon em 1971 a romper unilateralmente a convertibilidade ouro-dólar. Com essa ruptura o mercado internacional tornou-se muito mais instável, pois o dólar continuou sendo a moeda padrão

porem o lastro agora estava apenas na confiança e dessa forma cada país possuía sua cotação levando a cotação da moeda a flutuações permanentes e muito mais expostas a essas flutuações. A partir daí temos a chamada “hipertrofia” do sistema financeiro, que é a criação de uma série de mecanismos para investir esse capital excedente, tais como:

- a) Especulação com divisas – especulação pela diferença de cotação da moeda devido ao sistema flutuante; nesse caso trata-se da compra de moeda forte para especulação, a longo prazo, ou a tomada de empréstimos em moeda forte para posterior conversão para moeda mais fraca que lhe dá um ganho na hora de investir em país com moeda fraca;
- b) Contratos futuros – commodities, cujos preços e parâmetros de qualidade são fixados no mercado internacional; valor futuro – venda de um produto no presente porem, que será pago na entrega do produto e com preço de mercado;
- c) Derivativos – baseiam-se numa operação original (hipoteca, fundo de investimento, etc.) de onde se origina uma cadeia de operações com rendimentos, mais ou menos, relacionado com a primeira operação.

Alem desses mecanismos temos ainda os títulos públicos, que são usados pelos próprios países, aumentando assim a sua dívida externa. Percebe-se que o Estado foi o principal impulsionador e sustentáculos do processo de especulação e parasitismo que o caracteriza.

Diante desse cenário é fácil perceber que as economias de um jeito ou de outro então em sua maioria vulneráveis aos ataques especulativos em momentos de crises, exatamente pelo fato de os especuladores acreditarem que em dado momento alguém irá converter seus recursos em moeda estrangeira e o governo não é capaz de dar suporte a demanda total por moeda estrangeira. Logo a saída desses recursos provoca ainda mais a gravidade das crises,

pois, sem o capital para investir as empresas precisam reduzir custos para poder se manter no mercado, e primeiro da lista é sempre o empregado, com menos pessoa com recursos para gastar, o preço dos produtos tendem a cair, gerando queda nos lucros das empresas, e em alguns casos prejuízos que dependendo do tamanho da queda e do tempo de resposta da economia para a contenção da crise, a empresa decreta falência por não conseguir manter prejuízos por muito tempo.

Um fato bastante grave é que não existe na atualidade nenhuma regra ou autoridade que possa controlar a ação dos especuladores. Crises e volatilidades, em geral, não resultam de variáveis econômicas endógenas, mas de variáveis exógenas. Na visão pós-keynesiana, alternativamente, a presença da incerteza torna possível entender a instabilidade como um fenômeno essencialmente endógeno. Em um mundo global e incerto não se pode entender instabilidade financeira e ataques especulativos como “anomalias”, pois eles são resultados esperados e possíveis que emergem da própria forma de operação dos mercados financeiros em um sistema no qual não existe uma estrutura de salvaguarda que exerça o papel de controlador internacional.

É preciso que se efetue então uma reforma no sistema financeiro internacional, pois de outra forma as economias estarão sempre vulneráveis a susceptíveis ataques especulativos. Sem nos deter aos demais mecanismos apresentados a cima, visto não ser esse o objetivo desse trabalho, passaremos a analisar de forma mais específico os Derivativos de crédito.

2.4 Conceitos

Antes de tratarmos do assunto em questão vale apenas expor alguns conceitos nos ajudarão a compreender esse mecanismo financeiro, que é o derivativo de crédito. O

Dicionário de Derivativos (1998) conceitua derivativos como instrumentos financeiros cujo preço de mercado deriva (*daí o nome*) do preço de mercado de um bem ou de outro instrumento financeiro. Segundo a BM&FBovespa⁴ derivativos são instrumentos financeiros cujos preços estão ligados a outro instrumento que serve de referencia. Por exemplo: o mercado futuro de petróleo é uma modalidade de derivativo cujo preço depende dos negócios realizados no mercado a vista de petróleo, seu instrumento de referencia.

Existem quatro tipos de mercado derivativo:

- a) Mercado a termo – o comprador ou vendedor com contrato a termo se compromete a comprar ou vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro) por um preço fixado ainda na data da realização do negocio, para liquidação em data futura, podendo ser negocia tanto na bolsa como fora dela;
- b) Mercado futuro – entende-se como uma evolução do mercado a termo a pessoa se compromete a comprar ou vender certa quantidade de um bem (mercadoria ou ativo financeiro) em data futura. A diferença entre o mercado a termo esta no ajuste diário em que se faz ao longo do período às expectativas do mercado referente ao preço futuro do bem, alem de serem negociados apenas em bolsa;
- c) Mercado de opções – negocia-se o direito de comprar ou vender um bem (mercadoria ou ativo financeiro) por m preço fixo numa data futura. Quem adquiri o direito paga um premio ao vendedor tal como um acordo de seguro;

⁴ Mercado de Capitais para iniciantes. <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/iniciantes/mercados-de-derivativos/o-que-sao-derivativos/o-que-sao-derivativos.aspx?idioma=pt-bros>) acesso em 29/03/2011

- d) Mercado de *Swaps* – negocia-se a troca de rentabilidade entre dois bens (mercadoria ou ativo financeiro). Exemplo: *Swap* de ouro x taxa prefixada. Se no vencimento do contrato a valorização do ouro for inferior a taxa prefixada negociada entre as partes, receberá a diferença a parte que comprou taxa pré fixada e vendeu ouro e vice-versa.

Os derivativos classificam-se em:

- a) Agropecuários – tem como ativo objeto commodities agrícolas, como café, boi, milho, soja e outros
- b) Financeiros – tem seu valor de mercado referenciado em algumas taxas ou índices financeiros, como taxa de juro, taxa de inflação, taxa de câmbio, índice de ações, e outros;
- c) Energia e climáticos – tem como objeto de negociação energia elétrica, gás natural, crédito de carbono, e outros.

Os derivativos tem por finalidade:

- a) Hedge (proteção) – proteger o participante do mercado físico de um bem ou ativo contra variações adversas de taxa, moeda ou preço;
- b) Alavancagem – deve-se ao fato de que esses instrumento exige menos capital do que a compra do ativo a vista;
- c) Especulação – tomar uma posição no mercado futuro sem uma posição correspondente no mercado a vista;
- d) Arbitragem – aproveitar as discrepância no processo de formação de preço dos diversos ativos e mercadorias entre vencimentos.

2.5 Derivativos de Crédito global e sua repercussão nas crises

Identificam-se três estágios na evolução do mercado derivativo de crédito. O primeiro inicia-se nos anos 1980, até início da década de 1990 com os bancos procurando reduzir sua exposição aos riscos de crédito de algumas operações, iniciam um mecanismo semelhante aos *Swaps* de crédito atuais. Depois a partir dos anos 1991 até meado da década de 1990 quando identifica-se um mercado intermediário para os instrumentos derivativos de créditos, aparecendo novos instrumentos para transferência de riscos e a entrada de investidor buscando exposição ao risco. E o terceiro estágio caracterizado pelo aparecimento de instrumentos mais sofisticados consolidando esse mercado. (SMITHSON apud MENGLE, 2007. p.13)

O mercado de derivativo global não possui uma agencia reguladora, muito menos uma câmara de compensação centralizada que ordene esse tipo de negociações com esse tipo de instrumentos, dessa forma as negociações ocorrem no mercado de balcão⁵. A International *Swap* and Derivatives Association (ISDA), é uma associação internacional que procura padronizar o mercado por meio de diretrizes divulgada aos operadores. Em 1999 foi criado um fórum, pelos países industrializados, com o objetivo de estabilizar o sistema financeiro internacional o Financial Stability Forum (FSF) com o intuito de divulgar relatório para conscientizar os operadores quanto ao esforço no controle dos produtos derivativos.

É difícil mensurar esse mercado pela falta de uma câmara central de derivativos que proporcione o registro das negociações, as informações que se tem partem de levantamentos feito por meio de pesquisas realizada por instituições participantes do mercado e não por órgãos oficiais. Logo, existem divergência de dados e de opinião.

⁵ São todas as distribuições compra e venda de ações realizadas diretamente entre as partes fora da bolsa de valores. <http://www.enfn.com.br/bolsa/main.php>

Segundo pesquisa realizada pela Risk Magazine em 2003 o mercado de derivativo de crédito era dominado pelos bancos, seguradoras, reguladoras e fundos de hedge, conforme tabela 2.

Quadro 2. Participantes do mercado de derivativos de crédito

Participante	Percentual em 2003
Bancos	48%
Seguradora	14%
Fundos de Hedge	13%
Resseguradoras	10%
Terceiros	7%
Special Purpose Vehicles	5%
Corporativos	3%

Fonte: Elaboração própria com base em Risk Magazine (Bonfim – 2007)

Em 2003 os bancos eram os principais participantes do mercado de derivativos de crédito com 48% de participação no mercado, atuando tanto como comprador quanto como vendedores de proteção, seguido pelas seguradoras. Porém Bonfim observa a crescente participação dos fundos de hedge, fundos de pensão nesse mercado, dessa forma os bancos vêm perdendo espaço para essas instituições.

Em pesquisa realizada pela British Bankers Association, o valor do mercado global de derivativo de Crédito vem crescendo rapidamente, em 1996 era de US\$ 180 bilhões saltando em 2006 para US\$ 20 trilhões, chegando em 2009 a US\$ 614 trilhões menor que os 684 trilhões em julho de 2008⁶, enquanto isso a Bolsa negociou em 2009 747 bilhões⁷ e em 2010

⁶Fonte: CARVALHO, William Almeida de. A Crise Financeira Mundial - Uma perspectiva dos Emergentes para os Cidadãos do Mundo Globalizado, 2009 Associação Brasileira de Orçamento Público – ABOP. P. 57.

US\$788 bilhões como já foi comentado a cima, que trata-se de um mercado recente, percebe-se o quanto tem crescido rapidamente as operações com esse tipo de instrumento.

Dentro desse mercado global, segundo dados da British Bankers Association, algumas praças detinham a hegemonia desse mercado em 2006, conforme tabela 3.

Quadro 3. Participação no mercado de derivativos de crédito por praça (ano 2006 - estimativa) – bilhões de dólares.

Praça	Percentual	Valor em Bilhões
Londres	44%	3.563
Nova Iorque	39%	3.173
Ásia e Austrália	10%	858
Resto do mundo	7%	612
Total	100%	8.206

Fonte: Elaboração própria com base em Fundação Economia de Campinas – FECAMP http://www.iececon.net/arquivos/Derivativos_de_Crédito_1e2.pdf

Os EUA possuem uma entidade que divulga dados trimestralmente referentes ao mercado derivativos de crédito, é a agência de controle da moeda do Departamento do Tesouro dos Estados Unidos a OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*).

⁷ Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2009/100108NotA.aspx?idioma=pt-br> acesso em 11 de maio de 2011.

Quadro 4. Valor dos Contratos de derivativos de crédito nos EUA

Período	Valor (em US\$ bilhões)
4. trimestre/2002	635
4. trimestre/2003	1.001
4. trimestre/2004	2.347
4. trimestre/2005	5.822
4. trimestre/2006	9.019
4. trimestre/2007	15.861
1. trimestre/2008	16.441
2. trimestre/2008	15.469

Fonte: OCC (2008)

O relatório da OCC referente aos EUA mostra um mercado altamente concentrado nas mãos de cinco bancos, são eles: JPMorgan Chase, Bank of American, Citibank, Wachovia⁸ e HSBC totalizando 99,53% do mercado. Além disso os US\$15,4 trilhões estão concentrados em 98,77% de *Swaps* de crédito (CDS).

Essa grande concentração tornou-se, para muitos especialistas, um câncer no sistema financeiro americano, contribuindo e muito com a intensidade da crise global. E é consenso entre os analistas que enquanto esse problema americano não for resolvido, será difícil espantar a crise de vez nos EUA.

No Brasil os instrumentos de derivativos de crédito foram autorizados pela resolução 2.933 de 28 de fevereiro de 2002 do Conselho Monetário Nacional e são bem mais regulados que nos EUA por exemplo. A resolução 3.106 de 10 de abril de 2002 permitiu apenas as

⁸O Banco Wachovia se fundiu ao Banco Wells Fargo em Outubro de 2008.

operações de *Swaps* de crédito (CDS) e *Swaps* de retorno total. Isso limitou o mercado de derivativos que não se desenvolveu muito desde a publicação da resolução.

Segundo SOUZA (2006), um dos motivos, visto pelos agentes, que dificulta a proliferação dessa modalidade no Brasil é primeiro a obrigatoriedade do registro dessas operações em uma entidade registradora⁹. O segundo motivo é o fato de que somente instituições autorizadas a operar no mercado doméstico pelo Banco Central podem negociar derivativos no país, impedindo a busca por proteção contra um risco de crédito específico num banco estrangeiro não autorizado a operar no país. Ainda um terceiro motivo, que embora venha mudando atualmente, é o fato do mercado bancário do país ser constituído por instituições de atuação nacional, dificultando uma diversificação de uma carteira, um dos principais motivos do uso desse mecanismo de operações de crédito.

3. OS PRINCIPAIS FORMATOS DE DERIVATIVOS DE CRÉDITO NO BRASIL

3.1 *Swaps* de crédito

É a forma mais básica e mais utilizada de um derivativo de crédito. Trata-se de um contrato financeiro bilateral onde uma ponta compradora de proteção paga uma taxa periódica, fixos por ano sobre a quantia acertada, em troca de um de um pagamento condicionado a um evento de crédito. Se o evento ocorrer, o vendedor de proteção paga ao

⁹ O Brasil possui duas entidades registradoras a CETIP – Câmara de Custódia de Títulos Privados e a Clearing de derivativos da BM&FBovespa.

comprador de proteção a quantia estabelecida para cobrir a perda de crédito devido. É importante definir bem quais eventos de créditos darão origem a liquidação do contrato. Outros pontos importantes num contrato de CDS são o vencimento e o valor nominal (valor de referencia de um contrato de derivativo) do contrato, o premio de CDS, o tipo de liquidação: física ou financeira e frequência do pagamento do premio.

No mercado de derivativos no Brasil (regulamentação brasileira circular numero 3.106 de 10 de abril de 2002) os *Swaps* de crédito são aqueles quando a contraparte receptora do risco for remunerada com base em taxa de proteção.

Atualmente existe uma padronização para os instrumentos derivativos de crédito pela International *Swaps* and Derivatives Association (ISDA) estabelecendo os direitos e obrigações das partes bem como a definição dos termos. No Brasil após a crise financeira global de 2007 o Conselho Monetário Nacional (CMN) passou a estabelecer as normas e diretrizes no mercado de derivativo e o Banco Central do Brasil (BC) e o Conselho de Valores Mobiliários (CVM), os responsáveis por fazer cumprir essas regras, tais como a resolução 2.933¹⁰ que autoriza a realização de operações de derivativo de crédito por parte das instituições, dentre outras instruções.

Para caracterizar a efetiva transferência do risco de crédito do ativo subjacente, o contrato deverá estabelecer como eventos de crédito, no mínimo, as seguintes situações: (a) as diversas hipóteses de insolvência previstas na legislação (decretação de falência ou insolvência civil, pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, liquidação judicial ou extrajudicial) dos obrigados do ativo subjacente; (b) a reestruturação de passivos dos obrigados, quando representar perda no valor ou deterioração da qualidade do ativo subjacente; (c) a mudança de controle, fusão ou incorporação dos obrigados, quando

¹⁰ Ver anexo I

representar perda no valor ou deterioração da qualidade do ativo subjacente; (d) a moratória dos obrigados do ativo subjacente; (e) o inadimplemento do ativo subjacente; (f) a antecipação compulsória do pagamento do ativo subjacente, desde que prevista contratualmente; e (g) o repúdio ou questionamento judicial do ativo subjacente.

Até 2008 só existiam contratos de *Swap* de crédito registrados na CETIP¹¹ atualmente ela tem atuado ativamente otimizando soluções, produtos e negócios tais como: Termo de moeda, Swap de fluxo de caixa, BOX de duas pontas e Derivativos de crédito, entre outros. Porém conforme pode se observar na tabela 4 o volume negociado ainda é muito aquém do observado na bolsa de valores. Além disso a quantidade de contratos é muito baixo se comparado a quantidade de contratos negociados na Bovespa que em 2010 foram 106.418.437 negócios, totalizando R\$1,6 trilhões¹², contra R\$197 bilhões em 2002 conforme verifica-se na tabela 5. Isso demonstra que esse tipo de operação ainda é muito pequena no Brasil. Com a recuperação da crise os negócios ainda continuam abaixo do que vinha sendo praticado em 2007/2008 conforme também se observa na tabela 5.

Quadro 5. Swap de crédito no Brasil

Ano	Qtd de Contratos Registrados	Somatório do Volume Registrado (em Reais)
2004	2	200.000,00
2005	7	2.320.392.414,00
2006	10	3.807.434.400,00
2007	34	4.910.057.795,00
2008	21	4.059.290.000,00
2009	2	832.020.000,00
05/2010	3	1.248.030.000,00

¹¹ CETIP – Câmara de Custódia e Liquidação de Títulos Privados.

¹² Volume financeiro total no mercado de ações e valores mobiliários (segmento Bovespa) <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2011/BMFBOVESPA-divulga-balanco-de-operacoes-de-2010-2011-01-06.aspx?idioma=pt-br#1>. Acesso em 12 de maio de 2011.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da CETIP
http://www.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v04_10_03_consulta.asp :
 acesso em 12/05/2011.

Quadro 6. Mercado de ações Bovespa.

Ano	Qtd de Contratos Registrados (Milhões)	Somatório do Volume Registrado (Bilhões R\$)
2004	13,3	304,1
2005	15,5	367
2006	21,5	531
2007	426,4	1.020
2008	391,6	1.370
2009	81,7	1.300
2010	106,4	1.060

Fonte: BM&FBovespa
 Elaboração própria do autor.

3.2 *Swaps* de Retorno Total

Segundo a regulamentação do Brasil tem-se um *Swaps* de taxa de retorno total, quando a remuneração da contraparte receptora do risco for estipulada com base no fluxo de recebimento de encargos e de contraprestações vinculados ao ativo subjacente

Trata-se de um contrato bilateral, em que as partes especificam direitos e obrigações, trocando o retorno total de um determinado ativo por outro fluxo de caixa. Segundo BADER (2002), a principal diferença entre o *Swap* de crédito é que este é específico em relação a eventos de crédito, enquanto em um *Swap* de retorno total há troca de fluxo de caixa havendo ou não inadimplência.

A principal motivação para o uso desse mecanismo é a possibilidade das empresas que não possuem estrutura ou até mesmo capacitação para administração de empréstimos poderem obter rendimentos indiretamente nesse mercado. (BADER 2002)

Ao fim de um contrato de *Swap* de retorno total, caso não haja inadimplência, o vendedor de proteção recebe o último fluxo de caixa do ativo mais a diferença entre o valor de mercado do ativo no vencimento do contrato e o valor de mercado no início da contratação.

Existem ainda outras modalidades de derivativos de crédito, que não serão abordadas nesse trabalho uma vez que não são regulamentadas no Brasil, tais como, os *Swaps* sobre ativos, opções sobre spread e bônus, *basquet default Swaps*, *portfólio default Swap* e as obrigações de dívida com garantia sintética.

4. OS DERIVATIVOS DE CRÉDITO E A CRISE

A crise instaurada nos EUA em 2007 teve sua gênese na inadimplência dos agentes, porém outros fatores ajudaram a propagação pelo mercado financeiro global atingindo as instituições européias, asiáticas e de outros países, isso graças ao crescimento da securitização¹³ dos créditos *subprime*.

As instituições financeira atuavam como originadoras das operações ao concederem financiamentos imobiliários e, simultaneamente como distribuidores do risco ao securitizarem tais créditos e vende-los no mercado de capitais a investidores disseminando o risco em escala sistêmica. Devido ao grau de exposição ao risco com títulos *subprime* muitas dessas

¹³ Securitização - Operação de crédito em que entram títulos como garantia de pagamento; Conversão de empréstimos e outros ativos em títulos ou obrigações que podem ser vendidos a investidores. Seu objetivo básico é a pulverização do risco. Dicionário Finanças <http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php> acesso em 13/05/2011.

instituições investidoras compraram proteção através de *Swaps* de crédito e outros instrumentos derivativos, abrindo espaço para especulações financeiras, visto o alto grau de retorno, que no momento de euforia, era possível obter.

Analisando os dados elaborados pelo BNDES quanto às emissões de novas hipotecas nos EUA a partir de 2001, observa um crescimento até 2003, de 78% e posteriormente uma queda de 24% até 2006. Porém analisando a evolução das hipotecas *subprime* de 2001 a 2006, observa uma elevação de 316% e nas hipotecas *subprime* securitizadas no mesmo período de 508%, mostrando as posições alavancadas de empresas produtivas ao intensificar a volatilidade dos preços dos ativos.

No Brasil as operações precisam ser registradas em instituições qualificadas, (conforme já foi mencionada acima) de modo que seu efeito foi menos opaco que no mercado mundial onde não há regulamentação e todas as operações são feitas no mercado de balcão. Entretanto mesmo assim empresas brasileiras contabilizaram grandes prejuízos como o caso da Sadia que divulgou perdas não recorrentes de caixa, relacionadas a instrumentos derivativos de R\$777,4 milhões no terceiro trimestre de 2008, sendo a maior parte proveniente de operações especulativas com câmbio e uma parcela menor com títulos do Lehman Brothers, (Barieri, 2008). Outra empresa que contabilizou prejuízo significativo foi o grupo Votorantim R\$2,2 bilhões, (Valor Econômico, Abr. 2009) para ficar apenas nesses dois.

Mesmo antes da crise de 2007 várias discussões já haviam sido levantadas enfatizando o papel dos derivativos na propagação e conseqüentemente, instauração de uma crise sistêmica. É óbvio que os derivativos não são o vilão da crise, mais não se pode negar a sua contribuição na intensificação do problema. Porém pouco se fez para corrigir esse mal anunciado.

Logo após a crise a CVM colocou em audiência pública a uma minuta para alterar a Instrução 467/08 que trata da aprovação de contratos derivativos negociados ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários, buscando dessa forma dar mais transparência ao mercado de balcão, pois para a Instituição a raiz da crise foram os mercados e produtos não regulamentados. A nova instrução 486/10 entrou em vigor em 17/11/2010 alterando a anterior Instrução 467/08 e entre as novas medidas a criação de estímulo para liquidação das operações com derivativos por meio de contrapartes centrais entre câmara de registro, compensação e liquidação de operações. Todas as medidas visam dar maior transparência as negociações e maior administração dos riscos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os derivativos de créditos surgiram em 1980, como oportunidade para as instituições financeiras obterem ganhos de spread e alavancarem seus ativos, sem dispor de grandes somas de capital para essas operações, uma vez que o agente não precisa fazer qualquer desembolso adiantado. Mais sua principal utilidade é servir como administrador do risco de crédito, por meio da transferência do risco para um terceiro agente de forma simples e eficiente, abrindo dessa forma um mercado para esses riscos onde todos podem participar, assumindo individualmente um risco de perda bem como uma oportunidade de obter um ganho ou prêmio pelo risco suportado, dessa forma o risco de crédito passou a ser um ativo negociável, e nesse momento aparece a figura do especulador, que pretende comprar esse risco com o objetivo de no curto prazo obter um ganho pela sua exposição a esse risco.

Esse mercado tem se tornado cada vez maior ao longo do tempo, principalmente entre 2004 e 2007, de tal forma que sua magnitude foi possível mensurar somente agora com a deflagração da crise, visto que por ser um instrumento negociado no mercado de balcão sua mensuração se torna quase impossível, porém em contrapartida, devido a essa “liberdade”, atrai a maior parte dos especuladores. Tanto que no mercado internacional os derivativos de crédito se tornaram maiores que as operações físicas nas bolsas de valores, alcançando cifras infinitamente maiores como em 2009 chegou a US\$ 614 trilhões, enquanto isso a Bolsa negociou em 2009 apenas US\$ 747 bilhões. Porém o mercado de derivativo de crédito no Brasil ainda é muito pequeno, não alcançou os patamares do mercado internacional. Em 2009 o Brasil negociou R\$832 milhões em derivativos de crédito tipo Swaps, enquanto a bolsa negociou no mesmo período R\$ 1,3 trilhões.

Para alguns economistas esta é uma das razões pelas quais o Brasil saiu praticamente ileso da crise de 2008, pois como sua atuação no mercado volátil de derivativo ainda é

pequeno o impacto da crise, propagada principalmente por esse instrumento financeiro, também foi pequena. Além disso o Brasil possui uma estrutura financeira considerada a melhor do mundo. Mesmo antes da crise já existia, embora não tão bem estruturada como se tem hoje, certas regulamentações quanto às operações com derivativos de crédito, tais como: agentes reguladores e fiscalizadores e, regulamentos quanto à operacionalização desses instrumentos. Já no mercado internacional isso ainda não se concretizou. Algumas atitudes tem sido tomada por algumas associações e instituições porem nada com capacidade de administrar as operações com derivativos de crédito no âmbito internacional.

Dessa forma concluiu-se que o mercado de derivativo brasileiro tem crescido muito de 2004 a 2007, saindo de R\$200.000,00 para R\$4,9 bilhões consecutivamente, porem a crise provocou um decréscimo expressivo chegando em 2009 a pouco mais de R\$832 milhões, entretanto percebe-se que o cenário já mostra uma recuperação bastante acentuada, quando em maio de 2010 já alcançava R\$ 1,24 bilhões, porem ainda muito aquém dos R\$ 1,06 trilhões da Bovespa.

Vários fatores são apontados pelos especialistas para explicar esse fenômeno, um deles é a grande quantidade de regulamentação no mercado de derivativo de crédito no Brasil, dificultando a negociação com o mercado internacional e deste com o mercado nacional. A resolução risco Brasil, que ainda é muito alto em comparação com o resto do mundo, embora esteja caindo gradativamente. Mais como o país tem saído rapidamente da crise sem maiores transtornos isso tem feito com que o país seja alvo de investidores e consequentemente de especuladores, porem o caminho do mercado de derivativos de crédito no Brasil tem um longo caminho pela frente, resta saber se isso será benéfico ou não.

O Brasil tem muito para crescer nesse mercado, um exemplo disso é o que ocorre no agronegócio no centro-oeste do Brasil mais especificamente em Mato Grosso. A maioria dos

produtores de grão, não tem o conhecimento necessário e nem a abertura cultural para transferir o risco inerente a produção e colheita para esses derivativos de crédito, e dessa forma se proteger contra uma eventual perda de produção, por conta de intempéries climáticas, variações na oferta e na demanda e a difícil previsibilidade de preço. Além disso no mercado local existe uma deficiência de profissionais experientes e preparados para atuar como consultores financeiros desses produtores, instruindo-os e direcionando os riscos para o mercado de crédito alcançando um spread e garantindo a produção das próximas safras, bem como a saúde financeira do produtor.

Uma mudança de atitude por parte dos produtores e a ocupação dessa carência do mercado por parte de uma mão de obra especializada, certamente aumentaria em muito a participação dos derivativos no mercado de crédito brasileiro como um todo, exatamente pelo fato do mercado de grãos do centro-oeste brasileiro ser atualmente o maior pólo de produção de grãos do mundo e o maior exportador mundial. Isso mostra a grande magnitude que tal atividade poderia representar no cenário nacional.

Porem vale a pena verificar até que ponto esse aumento seria benéfico à economia nacional, visto que como o trabalho ora apresentado revelou que uma das razões pelas quais a crise se espalhou por todos os continentes foi exatamente o fato da grande magnitude dos derivativos de crédito. Isso nos leva a perceber que precisaria um crescimento dessa magnitude precisaria ser acompanhada de perto por instituições qualificadas para atuar de forma precisa e imediata de forma a evitar a vulnerabilidade da economia frente aos especuladores e a todas as situações negativas que esse mercado de crédito traz consigo. Certamente esse é um assunto que vale a pena ser estudado. Porem tal análise precisaria de um espaço e um objetivo que não é o objetivo desse trabalho.

6. REFERENCIAS BIBLIOGRAFIA

Associação Keynesiana Brasileira. *Dossiê da Crise*. 2008. Disponível em <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>> acessado em 26/02/2010.

BADER, Fani Léa C. **Derivativos de crédito – uma introdução**. Notas técnicas do Banco

BARBIERI, C. **Sadia tem prejuízo de 777,4 mi no trimestre**. Folha de São Paulo, São Paulo, 30.10.2008. Dinheiro, p. B10

BONFIM, Antulio N. **Derivativos de crédito e outros instrumentos**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **A crise financeira de 2008**. *Revista de Economia Política*, vol. 29, nº 1 (113), pp. 133-149, jan/mar/2009.

CARCANHOLO, Reinaldo. NAKATANI, Paulo. **O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro característico da globalização**. *Ensaio FEE*, v. 20, n. 01, 1999. pp. 284-304.

Central do Brasil, nº 20. 2002.

Câmara de Custódia e Liquidação de Títulos Privados – **CETIP** - Disponível em

<[HTTP://www.cetip.com.br](http://www.cetip.com.br)>. Acesso em: 20 set. 2008.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo. Farhi, Mayse. **A crise financeira e o Global shadow banking system**. São Paulo: Sielo, 2008.

CINTRA, Marcos Antonio e SCHERER, Andre Luis (2008). **“Pensar o Impensável”: O desenrolar da crise de crédito global** *Princípios*, São Paulo, n. 95 Abr/mai.

Dicionário de Derivativos, José Evaristo dos Santos. Editora Atlas, 1998

Dicionário de Finanças on-line: <http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php> acesso em: 13/05/2011.

DALSASSO, Humberto. Artigo: **Conjuntura Econômica**, 24/mar/2009. Disponível em <http://www.cofecon.org.br/index?opton=com_contenttask> acessado em 23/06/2010.

Entenda como a crise dos EUA afeta o Brasil. Uol, São Paulo, 30/09/2008 Disponível em : <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u450701.shtml>> Acesso em 15/03/2011.

LAKATOS, Eva e Marconi, Marina. **Metodologia do Trabalho Científico**. SP : Atlas, 1992.

MARX, Karl. *O Capital: crítica da Economia Política*. Trad. Reginaldo Santana. São Paulo: Civilização Brasileira – Bertrand, 1971. 6 vols.

MENGLE, David. Credit Derivatives: an overview. In: FINANCIAL MARKETS CONFERENCE. **Financial markets conference**. Atlanta: Federal Reserv Bank Of Atlanta, 2007. 41

Mercado de Capitais para iniciantes. <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/iniciantes/mercados-de-derivativos/o-que-sao-derivativos/o-que-sao-derivativos.aspx?idioma=pt-bros>) acesso em 29/03/2011.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. Ed Rio de Janeiro: LTC, 2000.

OCC, Office of the Comptroller of the Currency - (Org.). **OCC'S Quarterly report on apud SILVEIRO, Rodrigo Garcia, 2008.banktrading and derivatives activities second quarter 2008**. Washington: OCC, 2008.

PASTORE, Affonso C.; PINOTTI, Maria C. **Dois erros de política econômica**. Valor Econômico, São Paulo 19 de maio de 2008.

SILVEIRO, Rodrigo Garcia. Derivativos de crédito: análise do mercado global e o atual estágio do mercado brasileiro, 2008. Inhttp://www.cse.ufsc.br/gecon/cood_mono/2008.2/Rodrigo%20Garcia%20Silveiro.pdf. Acesso em 23/06/2010.

7. Anexo I

RESOLUCAO 2.933/02

Autoriza a realização de operações de derivativos de crédito por parte das instituições que especifica.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9. da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada em 28 de fevereiro de 2002, tendo em vista o disposto no art. 4., incisos VI e VIII, da referida lei, no art. 23 da Lei 6.099, de 12 de setembro de 1974, com a redação dada pela Lei 7.132, de 26 de outubro de 1983, na Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997 e no art. 4. da Lei 10.192, de 14 de fevereiro de 2001, **R E S O L V E U**:

Art. 1. Facultar às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil a realização de operações de derivativos de crédito, nas modalidades, formas e condições a serem por ele estabelecidas.

Parágrafo 1. Somente podem atuar na qualidade de contraparte receptora do risco de crédito os bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal, os bancos comerciais, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil.

Parágrafo 2. As sociedades de arrendamento mercantil somente podem atuar na forma do disposto no Parágrafo 1. quando o ativo subjacente referir-se a créditos oriundos de operações de arrendamento mercantil.

Parágrafo 3. Para efeito do disposto nesta resolução, consideram-se:

I - derivativos de crédito: contratos onde as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações;

II - ativo subjacente: créditos decorrentes de operações de empréstimo, financiamento ou de arrendamento mercantil, títulos de crédito, valores mobiliários, fianças, avais, derivativos de crédito e outros instrumentos e contratos financeiros ou comerciais sujeitos a risco de crédito, negociados e praticados no mercado doméstico;

III - contraparte transferidora de risco: a parte que adquire, por meio de um contrato de derivativo de crédito, o direito de proteção contra um determinado risco de crédito, mediante o pagamento de remuneração pactuada;

IV - contraparte receptora de risco: a parte que assume, por meio de um contrato de derivativo de crédito, o risco de crédito referente a um determinado ativo subjacente, comprometendo-se a ressarcir à contraparte transferidora, na ocorrência de determinado evento, os valores pactuados.

Art. 2. O risco de crédito do ativo subjacente deve, necessariamente, ser detido pela contraparte transferidora do risco no momento da contratação, exceto quando se tratar de ativo subjacente regularmente negociado em mercados organizados e cuja formação de preço seja passível de verificação.

Parágrafo 1. A contraparte transferidora do risco de crédito deve manter, na hipótese da existência em carteira do ativo subjacente, registros à disposição do Banco Central do Brasil que atestem a existência do risco do ativo subjacente quando da contratação do derivativo de crédito, observado que:

I - o montante da transferência de risco está limitado ao valor do ativo subjacente;

II - é vedada a cessão, alienação ou transferência, direta ou indireta, a qualquer título, do ativo subjacente, durante o prazo de vigência do contrato de derivativo de crédito a ele referenciado.

Art. 3. A prática das operações de que trata esta resolução fica condicionada à indicação, por parte das instituições referidas no art. 1., Parágrafo 1., de administrador, por ela considerado tecnicamente qualificado, responsável pelas mesmas perante o Banco Central do Brasil.

Art. 4. Estabelecer a obrigatoriedade de registro das operações de que trata esta resolução em entidades registradoras de ativos devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil.

Art. 5. Fica o Banco Central do Brasil autorizado a adotar as medidas e a baixar as normas complementares que se fizerem necessárias à execução do disposto nesta resolução, podendo, inclusive, determinar o aumento do valor Patrimônio Líquido Exigido (PLE) das instituições referidas no art. 1., com base em características intrínsecas ao contrato.

Art. 6. Esta resolução entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 28 de fevereiro de 2002

Arminio Fraga Neto

Presidente

tiva

Isso por que diferentemente das economias fechadas do passado, atualmente os fluxos de capital internacional transitam por mais de uma economia de forma intensa e no mínimo necessária embora possam desencadear ações destrutivas sobre países e setores econômicos e, ainda, comprometer a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas. Isso provoca uma dicotomia global, qual seja: enquanto os capitais internacionais dos mercados financeiros proporcionam um aumento das oportunidades de financiamento para investimentos setoriais, com a diversificação dos instrumentos financeiros, ao mesmo tempo podem gerar efeitos econômicos negativos, tais como, um colapso nas decisões de investimento, tomando as economias vulneráveis a ataques especulativos, fazendo com que a tentativa, por meio dos governos, de sustentação da taxa de câmbio se torne ineficiente gerando dessa forma uma crise cambial exatamente por conta de uma decisão instantânea de fuga de capitais provocada por uma notícia negativa ou ofensiva aos anseios dos especuladores.

Nesse sentido a monitoração da quantidade de ativos financeiros que entram na economia torna-se cada vez mais indispensável. As autoridades monetárias de posse das informações têm possibilidade de tomar decisões que podem, se não anular, ao menos amenizar o impacto de tais crises ao seu sistema financeiro.