

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto
Departamento de Economia

Profa. Dra. Roseli da Silva

Colaboração: Leonardo Assahide (Assistente PAE 2013); Rubens Bozano e Gabriel Besbati (monitor 2014)

Nota de Aula – ago/14

Mercados financeiros: visão geral

Os mercados financeiros são formados por cinco segmentos básicos, divididos para fins didáticos, uma vez que uma estratégia de atuação pode envolver operações em diversos mercados, mostrando que há uma integração entre eles, muito mais que uma segmentação. Os segmentos domésticos são:

- Mercado de crédito;
- Mercado de capitais;
- Mercado monetário;
- Mercado de câmbio e
- Mercado de derivativos.

Há ainda, a reprodução desses segmentos no âmbito internacional.

Mercados financeiros fortes são indispensáveis para o crescimento e desenvolvimento econômicos. Os bancos são empresas que exercem a função de intermediários financeiros, ao captarem as poupanças dos agentes econômicos superavitários (cuja renda é maior do que o seu uso) e as emprestarem aos agentes deficitários (cuja renda é inferior aos gastos). Esses últimos, por sua vez, precisam desses recursos para financiar seus gastos adicionais (em relação às suas rendas) de consumo e investimento.

Para atrair essas poupanças para o mercado financeiro, as instituições financeiras oferecem aos poupadores uma remuneração, representada pela taxa de juros pagos aos agentes superavitários. Por outro lado, essas instituições também cobram dos agentes deficitários juros pelo empréstimo desses recursos.

A remuneração dos intermediários financeiros é, portanto, obtida pelo diferencial (*spread* bancário) entre os juros recebidos pelo empréstimo destes recursos financeiros aos agentes deficitários e os juros pagos aos agentes superavitários. Nas Contas Nacionais, esse diferencial (*spread*) de juros representa o valor da produção do sistema financeiro.

1. Mercado de crédito:

O mercado de crédito engloba operações de financiamento de curto e médio prazos, direcionadas aos ativos permanentes e capital de giro das empresas ou de pessoas físicas. Este mercado é constituído basicamente pelos bancos comerciais e Sociedades Financeiras.

As principais modalidades de crédito são:

- Desconto bancário de títulos (duplicatas e notas promissórias);
 - A **duplicata** é uma espécie de título de crédito que constitui o instrumento de prova do contrato de compra e venda.
 - A **Nota promissória** é um título cambiário em que seu criador assume a obrigação direta e principal de pagar a soma constante no título. A nota promissória nada mais é do que uma promessa de pagamento. Os descontos desses títulos constituem-se em operações de crédito nas quais a instituição financeira adianta o valor presente do título ao seu cliente, garantindo o recebimento imediato do fluxo de caixa do cliente. Essas operações são normalmente feitas com títulos que tenham prazo entre 30 e 60 dias e através de contratos que garantam que as instituições financeiras tenham o direito de cobrança do valor do título junto ao seu cliente em caso de não pagamento do título.
- Contas garantidas;
 - A conta garantia é uma abertura de crédito na conta corrente das pessoas jurídicas ou físicas, onde se tem um limite de utilização até onde a instituição financeira acatará os cheques emitidos pelo cliente. No momento que o cliente disponibiliza recursos em sua conta, este é transferido de volta para a instituição financeira para cobrir o saldo devedor.
- Operações de *hot money*;
 - O *hot money* é um tipo de empréstimo de curtíssimo prazo que normalmente não se estende por mais de um ou dois dias devido ao custo elevado de empréstimo. Nesta modalidade, através de contratos padrões que estabelecem regras e procedimentos, as instituições financeiras abrem uma linha de crédito para os seus principais clientes e disponibilizam o empréstimo com bastante rapidez.
- Crédito direto ao consumidor;

- Adiantamento de Contratos de Câmbio (ACC);
 - Os ACCs consistem no adiantamento total ou parcial em moeda nacional do valor da venda em moeda estrangeira que serão pagos em um prazo determinado.
- Adiantamento de Cambiais Entregues (ACE).
 - Os ACEs se assemelham aos ACCs, porém ocorrem quando a mercadoria vendida já está pronta para embarque, podendo ser solicitada em até 60 dias após o embarque.

2. Mercado de capitais:

O mercado de capitais é o segmento dos mercados financeiros responsável por suprir as necessidades de financiamento de médio e longo prazo. Os agentes neste mercado são as instituições financeiras não bancárias (bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedades de crédito) e instituições auxiliares (bolsas de valores, corretoras). Alguns exemplos de modalidades de operações são:

- Operações de repasse: forma de concessão de crédito em que a instituição que repassa os recursos recebidos deve oferecer as mesmas condições ao tomador do crédito, seja este pessoa física ou jurídica. Assim, a instituição financeira que efetua a operação de repasse não pode cobrar pelo serviço de intermediação financeira nada além da comissão de repasse. A maioria dos bancos brasileiros oferece linhas de repasse de recursos do BNDES, que têm prazo mais longo e são destinadas, sobretudo, ao financiamento de investimentos.
- Arrendamento mercantil (*leasing*): operação realizada através de um contrato em que o proprietário de um bem (arrendador) concede a uma pessoa física ou jurídica (arrendatário) o direito de utilização do bem por um determinado período de tempo, tendo como opção compra do bem, renovação do contrato ou troca do bem por outro mais moderno. Existem dois tipos de *Leasing*: o operacional e o financeiro: no *leasing* operacional, o arrendatário tem a possibilidade de rescindir o contrato e não tem a obrigação da compra do bem; já o financeiro prevê a compra do bem por valor previamente acordado e não permite que o contrato seja rescindido.

No Brasil, a maior parte dos contratos de *leasing* apresenta características financeiras, uma vez que os contratos são feitos de modo a garantir um valor mínimo de venda do bem ao final do contrato e transferem os riscos decorrentes do uso do bem arrendado ao arrendatário.

- Securitização de recebíveis: emissão de títulos lastreados nas contas a receber de forma a reduzir o risco de *default*. O objetivo desta operação é permitir que uma empresa obtenha recursos sem comprometer seus limites de crédito e sem prejudicar seus índices de endividamento.
- Oferta pública de ações e debêntures (títulos de crédito privado garantidos pelos ativos das empresas): forma na qual uma empresa sociedade anônima levanta recursos. A empresa oferece a uma instituição financeira do mercado de capitais a venda de um lote de novas ações (uma parcela da propriedade da empresa) – esta etapa é denominada de subscrição de ações; A instituição financeira lança o lote no **mercado primário**, constituído por investidores, que podem negociar estas ações no **mercado secundário** – bolsa de valores. As bolsas de valores desempenham um papel fundamental na determinação do valor (precificação) das empresas que já operam, expressando as expectativas dos agentes sobre a lucratividade futura dessas atividades econômicas.

3. Mercado monetário:

O mercado monetário envolve operações de curto e curtíssimo prazos. É o mercado em que o governo opera os instrumentos de política monetária visando o controle da liquidez da economia (quantidade de moeda) e das taxas de juros básicas da economia. Nesse mercado são negociados os papéis emitidos pelo Tesouro Nacional, e que constituem o estoque da dívida pública federal de curto prazo.

Os principais títulos negociados, bem como suas relativas taxas de juros e a operação dos instrumentos de política monetária, que constituem a oferta de moeda da economia, são estudados, juntamente com os determinantes da demanda por moeda, em disciplinas de Economia Monetária.

A taxa de juros nominal determinada nesse mercado é a taxa básica de juros dessa economia no curto prazo, uma vez que representa o custo dos recursos para o agente livre de risco da economia – o governo. É possível associar as taxas de juros aos prazos de

maturidade dos títulos públicos, sendo que a taxa de curto prazo influencia na formação das taxas de longo prazo, e representá-las num gráfico denominado Estrutura a Termo da Taxa de Juros.

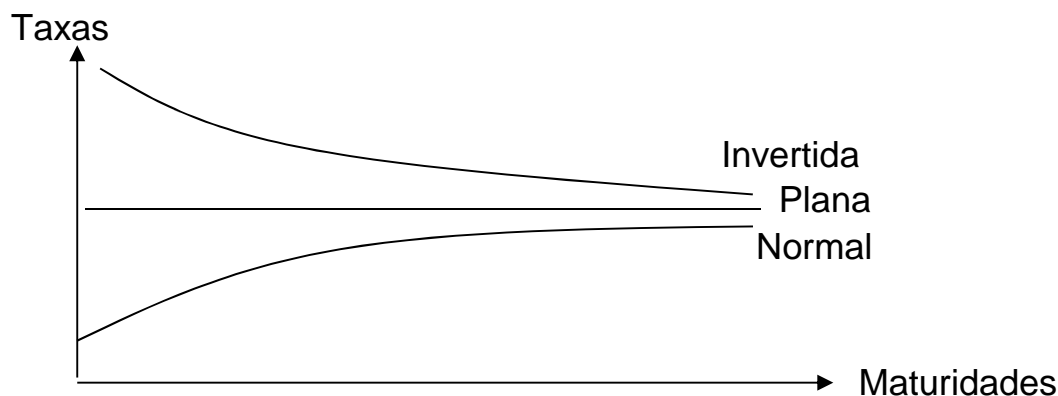


Figura 1: Estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ).

Há várias teorias que explicam os formatos da estrutura a termo, sendo que a teoria das expectativas, em geral, é a mais utilizada. A teoria das expectativas afirma que a expectativa dos agentes sobre a formação da taxa de inflação futura afeta a relação entre as taxas nominais de juros de curto e longo prazos: se há expectativa de que a taxa de inflação seja menor no futuro que no presente, isso pode ser mais que suficiente para compensar o prêmio pela iliquidez que as taxas futuras embutem e gerar uma estrutura a termo invertida; se há expectativa de inflação crescente isso só reforçaria a diferença entre as taxas devida ao prêmio pela iliquidez, gerando uma curva com o formato normal. A curva plana poderia surgir quando há expectativa de que a queda na taxa de inflação no futuro seja tal que compense o prêmio pela iliquidez.

As taxas de juros às quais os demais agentes tomam recursos nos mercados financeiros têm como referência a ETTJ básica, porém acrescida do risco específico do tomador.

4. Mercados de câmbio:

Todas as transações que acontecem entre um país e o resto do mundo, sejam elas de bens, serviços ou financeiras, são contabilizadas no Balanço de Pagamentos e necessariamente passam pelo mercado cambial. Isto porque os recebimentos em dólares, por exemplo, advindos das exportações, para serem internalizados e utilizados no âmbito dos mercados domésticos devem ser trocados por reais, a moeda doméstica; assim como os

pagamentos de compras no exterior (importações) devem ser pagas em moeda estrangeira e requerem a troca da moeda doméstica pela estrangeira. O mercado em que ocorrem essas trocas entre moedas é o mercado cambial. A depender do regime cambial adotado pelo país, os fluxos de oferta e de demanda por moeda estrangeira podem ser determinantes do preço da moeda estrangeira, a taxa nominal de câmbio.

Estão autorizados a operar no mercado de câmbio os bancos comerciais, tanto como compradores como vendedores, os bancos de investimento e os bancos múltiplos com carteiras comerciais ou de investimento. As sociedades de crédito, financiamento e investimento (financeiras) e as corretoras de câmbio podem apenas atuar na posição de compradoras. As operações básicas resumem-se a trocas de moedas de um país pelo outro, classificando-se em operações de compra (recebimento da moeda estrangeira em troca da moeda nacional), venda (entrega de moeda nacional em troca de moeda estrangeira) e arbitragem (troca de moeda de um país estrangeiro por moeda de outro país estrangeiro).

O Brasil adota um regime de câmbio flexível administrado desde janeiro de 1999, o que significa que a taxa nominal de câmbio tem sido, assim, determinada pelos fluxos de oferta e demanda do mercado cambial. Compreender os mecanismos da formação deste importante preço, a taxa nominal de câmbio, é também um passo fundamental para o estudo da macroeconomia.

5. Mercado de derivativos:

Derivativos são instrumentos financeiros que são derivados ou dependentes do valor de outro ativo, como o próprio nome já diz. Os mercados de derivativos são caracterizados pela negociação a futuro: comprar ou vender um derivativo significa comprar ou vender o ativo subjacente no futuro, a um preço e tempo predeterminados. Com isso, pode-se eliminar os riscos de perda ou ganho no futuro – os *hedgers* buscam travar o preço do ativo subjacente, eliminando os riscos; enquanto os especuladores apostam no ganho quando travam uma posição. Os ativos subjacentes podem ser *commodities* agrícolas, o índice Ibovespa, a taxa nominal de câmbio, ou ainda a taxa nominal de juros.

As modalidades existentes de derivativos são:

- **swap**: troca de fluxos do resultado da aplicação de um índice, ou variação de preços, sobre um valor principal. Uma contraparte exposta a um risco indesejado pode transferir este a outra contraparte, assumindo assim um risco diferente do original, ou

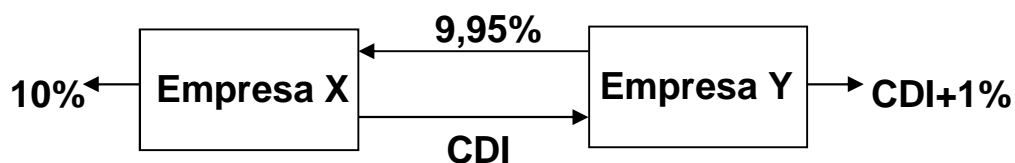
pagando para se livrar daquele risco. Por exemplo, em um *swap* em que as partes têm riscos recíprocos, eles podem ser reduzidos ou até eliminados pela simples troca do fluxo financeiro das operações originais. Um tomador de recursos pode, de fato, trocar o pagamento de dívidas em franco suíço por uma obrigação em dólares americanos.

Um exemplo de *swap* de taxa de juros ocorre quando duas empresas se defrontam com empréstimos a diferentes taxas de juros e podem obter vantagens comparativas ao trocarem suas posições uma com a outra. Suponha, por exemplo, que tenhamos a empresa X e a empresa Y e que ambas necessitam tomar um empréstimo. No entanto, devido a diferentes capacidades de pagamento, elas possuem possibilidades de taxa de juros de financiamento diferentes. As duas podem escolher entre se financiar a uma taxa de juros fixa ou variável conforme a tabela a seguir:

	FIXA	FLUTUANTE
Empresa X	10,00%	CDI+0,3%
Empresa Y	11,20%	CDI+1,00%

Tabela 1 - Taxa de juros de financiamento

A empresa X decide obter um empréstimo a uma taxa fixa, enquanto que a empresa Y decide por uma taxa flutuante. Dado que a diferença entre as taxas fixas pagas pelas empresas ($10,00-11,20=1,2\%$) é maior do que a diferença entre a taxa flutuante ($1,00-0,3=0,7\%$), existe a possibilidade das empresas obterem vantagens comparativas ao trocarem suas posições através de um *swap* de taxa de juros, fazendo com que Y fique com recursos a uma taxa fixa e X a uma taxa flutuante. Um exemplo de *swap* entre as duas empresas é mostrado no quadro a seguir:



Assim, a empresa X empresta a taxa fixa de 10% com terceiros, paga CDI a Y e recebe de Y uma taxa de 9,95%. Logo a empresa X arca com uma taxa de 0,05% ($10-9,95\%$) mais o CDI, obtendo um ganho de 0,25% em comparação com o financiamento a taxa flutuante na tabela 1. Por outro lado a empresa Y paga CDI+1% a terceiros, recebe

CDI da empresa X e paga 9,95% a empresa X. Logo a empresa Y arca com uma taxa fixa de 10,95%, obtendo um ganho de 0,25% em comparação com o financiamento oferecido na tabela 1.

- **contratos a termo:** nestes contratos, uma parte concorda em fornecer um título em alguma época no futuro, em troca do acordo da outra parte em pagar um preço combinado na ocasião do fornecimento. O primeiro indivíduo fica com a sua posição vendida no futuro, e o último, fica com posição comprada. Este instrumento pode ser utilizado como *hedge*, isto é, alterações de preço do ativo após a realização do acordo geram ganhos para uma parte a custa da outra. Se o preço do ativo subjacente aumentar após a realização do acordo, o comprador obtém vantagem sobre o vendedor. Se o preço do ativo cai, o vendedor ganha a custa do comprador. Tanto o comprador como o vendedor são obrigados a cumprir o contrato, sendo que o comprador não obtém vantagem sobre o vendedor e nem necessita pagar antecipadamente por isto.

- **contrato futuro:** são semelhantes aos mercados a termo. Os mercados futuros representam um acordo entre dois agentes para comprar e vender um ativo numa data futura e por um valor acordado previamente, mas com a diferença de possuir parâmetros padronizados, o que lhe dá uma grande vantagem sobre os contratos a termos, tais como a intercambialidade e os ajustes diários. A intercambialidade permite que uma parte encerre sua posição a qualquer momento necessitando-se apenas de um contrato para o mesmo vencimento, mas de posição invertida. Por exemplo, um agente que tenho comprado 100 contratos futuros para um determinado mês, deve apenas vender 100 contratos futuros para a mesmo data e encerrar sua posição.

Os ajustes diários trouxeram maior segurança para o mercado de derivativos. Neste sistema cada agente paga ou recebe diariamente a variação do preço corrente do ativo em relação ao preço do contrato.

- **opções:** são o direito de comprar ou vender um ativo em um período futuro por um preço predeterminado. As opções podem ser de venda ou de compra, e suas diferenças são maiores com relação aos anteriores uma vez que o comprador não é obrigado a cumprir sua parte na transação. O comprador de uma opção de compra, por exemplo, adquire o direito de comprar o ativo subjacente no futuro, a um preço predeterminado. O comprador de uma opção exercitará a opção apenas se o preço do ativo for maior que o preço de exercício da opção em uma opção de compra e vice-versa para uma opção de venda, sendo que o comprador paga antecipadamente por esse “benefício” – o prêmio ou preço da opção.

Mercados financeiros brasileiros: histórico

O sistema financeiro foi criado inicialmente com a criação do Banco do Brasil em 1808, com a vinda da Família Real portuguesa. Posteriormente, foram criadas a Inspeção Geral dos Bancos (1920) e as Câmaras de Compensação do Rio de Janeiro (1921) e de São Paulo (1932).

Em 1945 foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), que em 1964 se tornaria o Banco Central do Brasil (Bacen). Nos anos 50 e 60 houve a criação do BNDES, do Sistema Financeiro de Habitação, do Banco Nacional da Habitação e do Conselho Monetário Nacional (CMN); passando o sistema financeiro, assim, por um processo de regulamentação através da CMN e do BC.

Em 1976 surgiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), para facilitar o fluxo de capitais no país e realizar a custódia e a liquidação de títulos.

A Constituição de 1988 remodelou o Sistema Financeiro Nacional com o objetivo de promover desenvolvimento de forma equilibrada do país e, por fim, em 1996, foi criado o Copom (Comitê de Política Monetária), cujo um dos principais objetivos são as reuniões a cada 45 dias em que é definida a meta para taxa de juros básica (Selic).

Mercados financeiros brasileiros:

O mercado financeiro brasileiro pode ser dividido em 3 partes: os órgãos normativos, as entidades supervisoras e as instituições que operam no mercado. Os órgãos normativos são o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPB).

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é responsável por emitir as principais diretrizes para o bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional. O CMN produz as diretrizes para as entidades supervisoras Banco Central do Brasil (Bacen) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O Bacen tem como objetivos zelar pela liquidez, manter as reservas em níveis adequados e estimular a poupança e a estabilidade do sistema financeiro. Já a CVM é responsável por regulamentar, fiscalizar e regular o mercado de valores mobiliários. Ela regula as instituições financeiras que fazem captações à vista, bolsas de mercadorias e futuros, bolsas de valores, bancos de câmbio e outras instituições e intermediários financeiros.

O Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) é o órgão responsável por implementar as diretrizes e normas no mercado de seguros privados, enquanto a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) é responsável por controlar e fiscalizar o mercado de seguros, de previdência privada aberta e de capitalização.

O Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) determina as regulações do regime de previdência complementar (fundos de pensão). A Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) é o órgão responsável por fiscalizar as entidades de previdência complementar.

A seguir tem-se uma tabela com um resumo da estrutura regulatória do SFN:

Entidade Supervisora	Objeto de Regulação	Natureza das Regulações
Conselho Monetário Nacional - CMN	Sistema Financeiro Nacional de modo geral	Emite as principais diretrizes para o bom funcionamento do SFN
Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP	Mercado de seguros privados	Emite as diretrizes e normas da política de seguros privados. Regula a organização, funcionamento e fiscalização de seus subordinados, bem como aplica as penalidades previstas quando necessário
Conselho Nacional de Previdência Complementar - CNPC	Fundos de pensão	Regula o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência
Banco Central do Brasil - Bacen	Sistema Financeiro Nacional	Zelar pela liquidez, manter reservas internacionais, estimular a formação de poupança e zelar pela estabilidade do SFN
Comissão de Valores Mobiliários – CVM	Mercado de Valores Mobiliários	Assegura o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, protege os titulares de valores mobiliários, garante a disseminação de informações relevantes do setor e coíbe práticas ilícitas
Superintendência de Seguros Privados – Susep	Mercados de seguros, previdência privada e de capitalização	Fiscaliza a constituição, organização, funcionamento e operação das sociedades seguradoras, de capitalização, entidades de previdência privada aberta e resseguradores, na qualidade de executora da política traçada pelo CNSP, bem como zelar pelos interesses dos consumidores desses serviços
Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC	Entidades de previdência complementar	Fiscaliza as atividades dos fundos de pensão

Tabela 2 - Principais entidades reguladoras do SFN

Os meios de pagamento na economia brasileira

As alterações nos conceitos de meios de pagamentos promovidas pelo Banco Central do Brasil em 2001 consistem numa mudança quanto ao critério de ordenamento dos componentes agregados, diferente da abordagem clássica de agregação pelo nível de liquidez dos ativos e passando a defini-los conforme seus sistemas emissores, conforme estabelecido pelo Fundo Monetário Internacional. De acordo com essa nova sistemática, os meios de pagamento ampliados são indicadores que antecedem pressões de demanda sobre o setor real – indústrias, famílias etc. – melhores que os meios de pagamento restritos (abordagem do grau da liquidez), dado que os avanços tecnológicos aplicados às transações financeiras permitem uma maior facilidade nas realocações de portfólio, propiciando que o agregado de maior liquidez, M1, esteja sempre em um nível suficiente para a realização das transações. Mesmo com modelos de política monetária com foco no controle da taxa de juros, como o modelo de metas de inflação (do qual o Brasil é adepto), os agregados monetários continuam desempenhando um papel importante para acompanhamento de tais políticas, sejam como indicadores de liquidez da economia ou também na distribuição dos meios de pagamento nesta.

No novo critério adotado pelo Banco Central, os meios de pagamento restritos apresentam uma baixa correlação entre moeda legal e nominal – observada em sistemas financeiros desenvolvidos – o que tem aumentado a liquidez dos passivos em geral emitidos pelas instituições financeiras. No entanto, em períodos de estabilização monetária, como o que ocorreu com a introdução do Plano Real, os meios de pagamento restritos tiveram uma variação significativa, como em 1996, em que fora observada uma variação em 12 meses entre 14% e 39%.

Abordagem Anterior Grau de liquidez	Abordagem Atual Agregados e Emissores	
$M1 = \text{papel moeda em poder do público} + \text{depósitos à vista}$	Meios de pagamento estritos: $M1 = \text{papel moeda em poder do público} + \text{depósitos à vista}$	Consolidado Monetário
$M2 = M1 + \text{depósitos especiais remunerados} + \text{quotas de fundos de renda fixa de curto prazo} + \text{títulos públicos de alta liquidez}$	Meios de pagamento ampliados: $M2 = M1 + \text{depósitos especiais remunerados} + \text{depósitos de poupança} + \text{títulos emitidos por instituições depositárias}$	Consolidado bancário menos fundos de renda fixa
$M3 = M2 + \text{depósitos de poupança}$	$M3 = M2 + \text{quotas de fundo de renda fixa} + \text{operações compromissadas registradas no Selic}$	Consolidado bancário
$M4 = M3 + \text{Títulos emitidos por Instituições Financeiras}$	Poupança financeira $M4 = M3 + \text{títulos públicos de alta liquidez}$	Consolidado bancário mais governos

Tabela 3 - Alteração nos conceitos de meios de pagamento

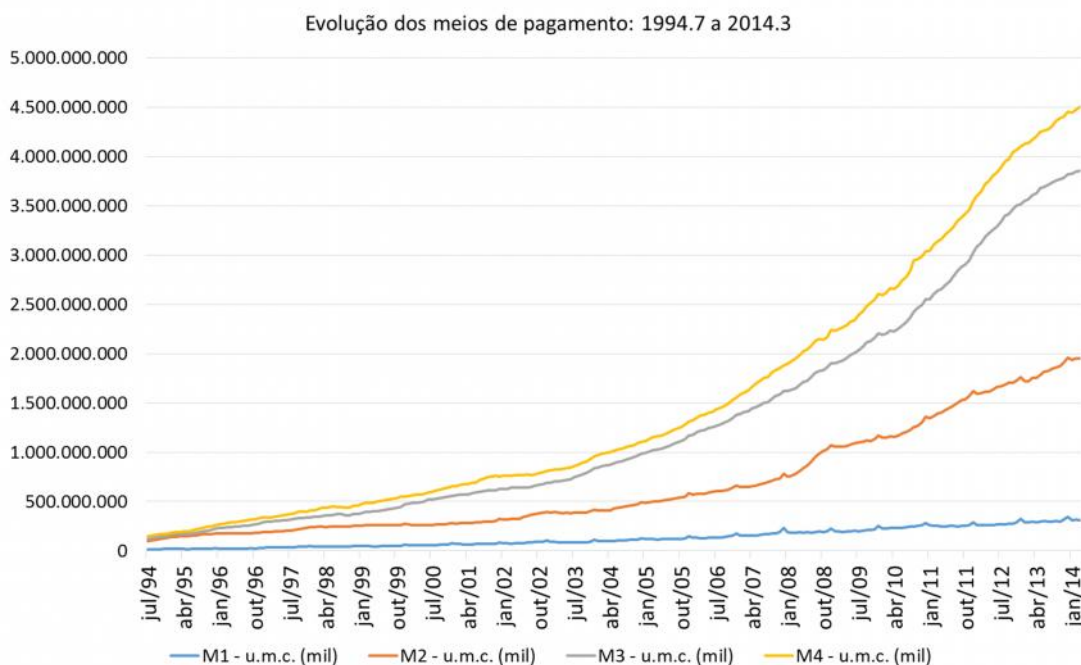


Figura 2: Meios de pagamento.

Referências:

ASSAF, A. Mercado Financeiro. Editora Atlas, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. <http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>

Banco Central do Brasil

<http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/NM-MeiosPagAmplp.pdf>

FILGUEIRAS, Claudio. Manual de contabilidade bancária, Elsevier, 2008

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro** : Produtos e Serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001

Fundo monetário internacional

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/mfs/manual/pdf/mmfsch6.pdf>, pag 65.