



HS 4529.5. A 58 1994



UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MERCADOS FINANCEIROS E GESTÃO DE CARTEIRAS

Relatório do Programa, Conteúdo e Métodos de Ensino Teórico e Prático

Provas de Agregação

Mário Patinha Antão

Lisboa, 1994



O presente relatório foi elaborado de acordo com o disposto na alínea a) do nº 1 do artigo 9º do Decreto-Lei nº 301/72, de 14 de Agosto, aplicável por virtude do preceituado no artigo 24º do mesmo Decreto-Lei

ÍNDICE

I.	Introdução	1
II.	Objectivos da Disciplina	5
III.	Programa da Disciplina	9
	Programa	11
IV.	Conteúdo do Programa e Bibliografia	16
	IV.A Conteúdo e Bibliografia por Capítulos	18
	IV.B Bibliografia Geral	58
V.	Organização do Curso	64
	V.A Metodologia do Ensino	64
	V.B Programação das Aulas	67
	V.C Avaliação de conhecimentos	70

I. INTRODUÇÃO

O relatório que se apresenta diz respeito à disciplina de Mercados Financeiros e Gestão de Carteiras. Trata-se de uma unidade lectiva semestral, de cuja docência o candidato foi responsável em 1993-94 e que se integra no 4º ano da Licenciatura de Gestão.

Um programa do tipo do que é proposto é hoje corrente nas melhores Escolas de Gestão do Mundo, no ano terminal do curso de licenciatura.

O estudo da teoria da carteira e das suas aplicações práticas para a gestão financeira das empresas vem já sendo ministrado no Instituto Superior de Economia e Gestão há vários anos, quer nas licenciaturas de Gestão e de Economia quer, mais recentemente, em diversos cursos de pós-graduação e de mestrado.

O candidato, ao longo da sua experiência docente, tem tido o ensejo de preparar e leccionar diversas unidades lectivas em que estes temas se integram, com destaque para:

- (i) na licenciatura em Economia
 - Economia Monetária
 - Sistema Financeiro Internacional;

- (ii) Em cursos de Pós-Graduação em Actuariado e Analistas Financeiros
 - Economia Financeira
 - Sistema Financeiro Português;

- (iii) No Mestrado de Política Monetária e Financeira
- Teoria do Mercado de Capitais.

O programa proposto para a presente Unidade Lectiva reflecte a experiência colhida pelo candidato e toma em devida conta o actual plano de estudos do ISEG (Deliberação do Senado nº 28/UTL/92).

Tem-se desenrolado, sobretudo no último triénio, um processo de intensa reforma estrutural nos mercados monetários e de capitais em Portugal. Isso constitui, aliás, um pré-requisito para a integração em pleno no Mercado Único de Serviços Financeiros da União Europeia e, portanto, no vastíssimo mercado internacional de capitais.

Este processo, que continuará ainda nos próximos anos, tem aberto, e continuará a trazer, novas oportunidades e mercados para o exercício da actividade profissional dos gestores de carteiras em Portugal.

O ensino académico destes temas no nosso País não deverá ignorar a intensidade desta torrente de inovações nem as suas implicações, aliás, de extraordinária amplitude.

O programa que aqui é proposto não se limita a incluir o tema da reforma nos mercados financeiros. Antes coloca, no centro do terreno, a articulação entre a temática da reforma estrutural e do desenvolvimento dos mercados financeiros, por um lado, e a temática, mais tradicional e sedimentada, da teoria da carteira e das suas principais aplicações práticas, por outro.

Esta articulação, que é dinâmica, constitui o elemento inovador do presente programa, o que exige uma justificação, ainda que breve.

Deve notar-se, em primeiro lugar, que este tipo de enfoque reclama a escolha de uma abordagem sistémica. Este conceito remete, naturalmente, para um ensino em que se privilegia a elaboração de visões estratégicas pelo aluno, sucessivamente mais elaboradas, através de um esforço de integração dos referenciais de natureza teórica e empírica, à medida que o curso progride.

De uma forma geral, pode sustentar-se que a forma de melhorar, duradouramente, o desempenho dos gestores de carteiras depende, cada vez mais, de sínteses criativas, só possíveis quando há uma visão relacional das técnicas e instrumentos de acção disponíveis, capaz de integrar a inovação financeira que vai surgindo e, cada vez menos, de uma especialização levada às últimas consequências, circunscrita a um segmento do mercado ou a um número restrito de produtos financeiros.

Há porém que ir ainda mais além. Isto é, há que integrar também, em tais sínteses criativas, as principais condicionantes, de ordem prática, com que se defronta um gestor profissional de carteiras em Portugal.

É um facto que, em certos aspectos, o funcionamento dos mercados financeiros difere ainda, de modo significativo, dos padrões que se verificam nos mercados financeiros maduros, embora, por virtude das reformas estruturais em curso, essas diferenças se estejam a esbater. Isso suscita questões e estratégias de gestão de carteiras que não se encontram especificamente estudadas.

Assim, ao querermos orientar este curso, por forma a contribuir para que os alunos obtenham uma inserção bem sucedida, na vida profissional, logo à saída da Escola, ficamos amarrados à necessidade de integrar, na nossa abordagem sistémica, os

aspectos básicos das reformas estruturais do País, bem como as suas principais implicações.

A perspectiva que vimos sustentando não constitui uma singularidade. Pelo contrário, ela encontra suporte na literatura, relativamente abundante, que tem vindo a ser publicada nos últimos anos, em relação aos chamados mercados financeiros emergentes, grupo em que, como é conhecido, Portugal se insere.

É, portanto, em resumo, esta subordinação teleológica do ensino teórico-prático da cadeira à elevação da capacidade de intervenção do gestor financeiro, em início de carreira, que confere o traço distintivo à abordagem sistémica que se escolheu.

Temos consciência de que o projecto é ambicioso e que só pode começar a dar os frutos pretendidos após uma rodagem de alguns anos, tempo necessário para o programa recolher os contributos de colegas, dos alunos e do próprio docente. Mas estamos convictos de que se trata de um caminho fecundo que importa percorrer.

Posta esta explicação, cabe enunciar que a cadeira foi estruturada por forma a responder, fundamentalmente, a duas preocupações gerais a saber:

- (i) Quais são os conhecimentos básicos teóricos e práticos, que o jovem licenciado necessita dominar para se iniciar na gestão de carteiras de títulos?
- (ii) Em que medida e sob que formas a visão estratégica e a gestão corrente das carteiras Portugal são influenciadas pelas reformas estruturais em curso nos mercados financeiros nacionais?

II. OBJECTIVOS DA DISCIPLINA

Subordinados à concepção nuclear referida no ponto anterior, os objectivos específicos que se pretendem alcançar deverão definir-se em termos de:

- (i) compreensão de conceitos e elaboração de visões estratégicas;
- (ii) transmissão de conhecimento substantivo de suporte à acção;
- (iii) desenvolvimento das capacidades de decisão em situações de simulação prática;

A formulação dos objectivos das disciplinas é da inteira responsabilidade dos professores, de acordo com o Estatuto da Carreira Docente Universitária e, em particular, os seus artigos 5º, 63º, 64º e 65º.

Porém, essa plena responsabilização não é diminuída, mas antes enriquecida, pela influência por vezes profunda de outros e, em especial: dos colegas com quem interagimos diariamente; de gerações passadas de alunos e da centelha que alguns revelaram; dos cursos semelhantes que são leccionados noutras Escolas com os quais partilhamos experiências; da bibliografia consultada e das reflexões feitas sobre outras questões ou temas circundantes; e, por último, da realização de trabalhos de consultoria para que temos sido solicitados ao longo da carreira.

Este somatório de influências e de experiências perpassa também nos desenvolvimentos que se seguem.

II.(i) COMPREENSÃO DE CONCEITOS E ELABORAÇÃO DE VISÕES ESTRATÉGICAS

Trata-se, fundamentalmente, de:

1. Proporcionar o entendimento dos conceitos chave utilizados em gestão de carteiras;
2. Facilitar a integração dos conhecimentos, adquiridos em outras disciplinas do curso, relevantes para a tomada de decisões de gestão de carácter financeiro;
3. Estimular os alunos a desenvolverem a sua própria visão estratégica e os seus métodos de actuação enquanto gestores profissionais de carteiras de activos financeiros.

II.(ii) TRANSMISSÃO DE CONHECIMENTOS SUBSTANTIVOS DE SUPORTE À ACÇÃO

Pretende-se, em especial:

1. Dar a conhecer a problemática geral da gestão de carteiras no contexto dos mercados financeiros actuais plenamente desenvolvidos;
2. Identificar as características básicas das reformas estruturais dos mercados financeiros em Portugal e equacionar as implicações para a gestão de carteiras.
3. Apresentar e avaliar as teorias, as metodologias, as técnicas e os instrumentos úteis à acção nos mercados monetários e de capitais;
4. Referenciar a experiência internacional acumulada e as condicionantes à obtenção de padrões de excelência no desempenho dos gestores de carteiras;

II.(iii) DESENVOLVIMENTO DAS CAPACIDADES DE DECISÃO EM SITUAÇÕES DE SIMULAÇÃO PRÁTICA

Pretende-se sobretudo, para o que se consagra grande parte do tempo lectivo da cadeira:

1. Exercitar os alunos na resolução de problemas práticos, com utilização de programas informáticos;
2. Desenvolver a capacidade de análise em situações complexas, não inteiramente referenciadas na literatura, mas relevantes no funcionamento dos mercados financeiros em Portugal;
3. Suscitar o interesse pela investigação, em particular se orientada para a elevação dos padrões de rentabilidade - risco usuais no mercado português.

Julga-se que se o conjunto de objectivos específicos, acabado de apresentar, fôr razoavelmente alcançado, ter-se-á contribuído, de forma positiva, para a melhoria da formação em gestão de carteiras em Portugal.

III. PROGRAMA DA DISCIPLINA

O programa, que se desenvolve ao longo de sete Capítulos articulados e integrados na visão sistémica atrás referida, tem a seguinte estrutura geral.

O 1º Capítulo é uma introdução ao funcionamento dos sistemas financeiros.

O 2º Capítulo abrange os tópicos básicos da teoria de gestão de carteiras - os modelos de Markowitz, de índices, de determinação do preço dos activos financeiros ("Capital Asset Price Model") e da teoria da arbitragem.

Rematam este Capítulo duas Secções em que, respectivamente, se examina a questão da diversificação internacional das carteiras e se apresentam as medidas habituais de avaliação do desempenho dos gestores de carteiras.

O bloco seguinte é constituído por três Capítulos em que se analisam os problemas da determinação dos preços de equilíbrio de vários tipos de activos financeiros; o 3º Capítulo é dedicado às acções, o 4º Capítulo às obrigações e o 5º Capítulo aos títulos derivados (opções e futuros).

O bloco final, formado pelos Capítulos 6º e 7º, visa sobretudo a aplicação prática dos conhecimentos adquiridos.

No Capítulo 6º trata-se de examinar a reforma do sistema financeiro em Portugal e as suas implicações para a gestão de carteiras, bem como equacionar a orientação desejável para os aspectos da reforma ainda em gestação.

Por último, no Capítulo 7º, trata-se de simular a gestão de carteiras, num contexto de diversificação internacional e preferência pelo habitat local, ilustrando a tomada de decisões de cobertura e de especulação, utilizando, para o efeito, operações nos mercados a prazo, de "swaps", de futuros ou de opções.

MERCADOS FINANCEIROS E GESTÃO DE CARTEIRAS

PROGRAMA

1. ASPECTOS CONCEPTUAIS DO FUNCIONAMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO
 - 1.1. O sistema financeiro e a economia real
 - 1.2. A especificidade da regulamentação
 - 1.3. Regime de concorrência e convivência das opções "banca universal" e "especialização em nicho"
 - 1.4. A internacionalização dos mercados financeiros

2. TEORIA DE GESTÃO DE CARTEIRA
 - 2.1. O modelo de Markowitz
 - 2.1.1. O binómio rendibilidade/risco
 - 2.1.2. A fronteira eficiente

- 2.2. Os modelos de índice
 - 2.2.1. Risco de mercado e risco específico
 - 2.2.2. Modelos de índice único e de índices múltiplos
 - 2.2.3. O uso de modelos índice para atingir objectivos de gestão de carteira

- 2.3. O Modelo de equilíbrio dos activos financeiros ("Capital Asset Price Model")
 - 2.3.1. Pressupostos do modelo básico
 - 2.3.2. A recta do mercado de capitais ("Capital Market Line")
 - 2.3.3. A recta característica dos títulos ("Security Market Line") e o parâmetro Beta
 - 2.3.4. As variantes ao modelo básico
 - 2.3.5. Os testes empíricos

- 2.4. A APT ("Arbitrage Pricing Theory")
 - 2.4.1. Pressupostos do modelo básico
 - 2.4.2. A escolha dos factores e os testes empíricos
 - 2.4.3. A consistência da APT e do CAPM

- 2.5. A diversificação internacional das carteiras
 - 2.5.1. A constituição de carteiras internacionalmente diversificadas
 - 2.5.2. Os benefícios da diversificação

2.6. Medidas de avaliação do desempenho do gestor de carteiras

2.6.1. O índice de Jensen

2.6.2. O índice de Treynor

2.6.3. O índice de Sharpe

2.6.4. Limitações das medidas propostas

3. A DETERMINAÇÃO DO PREÇO DAS ACÇÕES

3.1. Avaliação com base no crescimento esperado para a empresa

3.2. Avaliação com base nas cotações em Bolsa

3.3. Avaliação com base nos fluxos de dividendos futuros

4. TAXAS DE JURO E GESTÃO DE CARTEIRAS DE OBRIGAÇÕES

4.1. A determinação das taxas de juro

4.2. A estrutura temporal das taxas de juro

4.3. A gestão de carteiras de obrigações

4.4. A imunização

5. OS MERCADOS DE TÍTULOS DERIVADOS

5.1. Caracterização geral e aspectos organizacionais

5.2. A determinação do preço de contratos a prazo e de futuros

5.3. A determinação do preço de opções europeias

6. FUNCIONAMENTO E REFORMA DOS MERCADOS FINANCEIROS EM PORTUGAL

6.1. Caracterização geral

6.2. Aspectos recentes da reforma do mercado interno da dívida pública

6.3. O financiamento do Tesouro nos mercados externos

6.4. O completar das reformas: o desenvolvimento do mercado de acções; a criação do mercado de obrigações hipotecárias

7. GESTÃO DE RISCOS FINANCEIROS

7.1. Risco de taxa de juro e risco de câmbio

7.2. As operações de "swap"

7.3. Decisões de cobertura e de especulação.

IV. CONTEÚDO DO PROGRAMA E BIBLIOGRAFIA

A concepção do programa da disciplina de Mercados Financeiros e Gestão de Carteiras tem em conta, para além dos objectivos atrás assinalados, a sua interconexão com os programas de algumas disciplinas afins, quer na Licenciatura, quer no Mestrado em Gestão. Tem também em conta o número de horas que lhe estão atribuídas, 4,5 horas por semana, durante um semestre.

Relativamente à bibliografia, optou-se por organizar as referências por Capítulos. Reuniram-se ainda, numa Secção própria, e última, as indicações bibliográficas de ordem geral.

Dentro de cada Capítulo, a bibliografia divide-se em obrigatória e complementar. No primeiro grupo reúnem-se os textos indispensáveis a um acompanhamento eficaz das aulas. No segundo grupo aconselham-se títulos que possibilitam aprofundamentos em questões específicas, geralmente de ordem prática. Não se tem a preocupação de se ser exaustivo. Antes se estimula a individualização, devendo o aluno exercer opções quanto a este tipo de leituras, bem como quanto às inúmeras referências bibliográficas que tais textos por sua vez sugerem.

A bibliografia geral referencia sobretudo obras que, pela sua abrangência e interesse, podem ser utilizadas como fonte de estudo de dois ou mais Capítulos ou, mais tarde, na vida profissional do aluno. Está organizada por ordem alfabética de autores e é, propositadamente, bastante extensa.

Para além de servir os propósitos anunciados permite também sugerir leituras avançadas para os alunos que, durante a leccionação, se interessem pelo aprofundamento de um dado tópico.



IV.A CONTEÚDO E BIBLIOGRAFIA POR CAPÍTULOS

1. ASPECTOS CONCEPTUAIS DO FUNCIONAMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO

1.1. O sistema financeiro e a economia real

Começa-se por definir o sistema financeiro e as suas condições de eficiência.

Constituindo um conjunto articulado de instituições, mercados e regras de funcionamento, o sistema financeiro conceptualiza-se, como qualquer outra área de actividade económica, em torno dos conceitos de eficiência produtiva e de afectação de recursos. Dado que os serviços financeiros constituem factores significativamente determinantes da eficiência das empresas e dos particulares que os procuram, o sistema financeiro afecta, de forma intensa e horizontal, a competitividade da economia real. Por outro lado, ele é também por esta determinado, em especial quando a procura de serviços financeiros se expande e diversifica, estimulando a inovação financeira.

No quadro das funções que o sistema financeiro exerce em benefício da economia real uma há que importa destacar: a gestão profissional dos custos de incerteza que incidem sobre os montantes dos fluxos financeiros futuros, libertando as empresas não financeiras da exposição a estes riscos, mediante o pagamento de prémios.

Assim sendo, ao sistema financeiro exige-se ainda que seja eficiente numa outra dimensão: a do processamento da informação, por forma a que a determinação dos referidos prémios seja Pareto - eficiente.

A apresentação, nestes pontos, releva sobretudo de um enfoque neo-clássico. Termina-se portanto ilustrando a discussão com a apresentação da curva fronteira das possibilidades de produção e, em termos dinâmicos, com a curva do caminho de expansão.

1.2. A especificidade da regulamentação.

A transferência dos riscos assinalados, pela economia real, para o sistema financeiro, vulnerabiliza este à ocorrência do risco de insolvência sistémica.

Dado que existe informação imperfeita, ao surgirem "notícias" sobre a possibilidade de insolvência de uma dada instituição financeira, sobretudo se tratar de um banco de grande dimensão, pode desencadear-se um movimento de pânico e de corrida aos depósitos, atingindo outros bancos ou mesmo a generalidade dos bancos, com boa solvência. É este o cerne da fundamentação da regulamentação prudencial do sistema financeiro.

Passa-se, em seguida, a um breve estudo deste tópico. Mostra-se, em particular, que esta regulamentação é específica do sistema financeiro e que ela condiciona o regime de concorrência.

Remata-se com a descrição dos aspectos básicos das regulamentações de natureza prudencial.

1.3. Regimes de concorrência e convivência das opções "banca universal" e "especialização em nicho".

Mostra-se que, tal como ocorreu noutros casos, na evolução recente do sistema financeiro português se passou, de um regime de concorrência centrado apenas na qualidade, para um regime centrado no binómio qualidade-preço e relaciona-se, esta evolução, com a liberalização dos regimes jurídicos, quer de acesso à actividade, quer de circulação internacional dos capitais.

A partir dos conceitos de economias de escala e de gama ("scope"), e da sua evidência empírica, no caso das instituições financeiras, mostra-se também que, no quadro regulamentar actual, podem coexistir, em concorrência, as duas opções estratégicas em epígrafe.

1.4. A internacionalização dos mercados financeiros.

Descreve-se a evolução histórica, a traços largos, do nascimento e evolução dos Euro-Mercados. Mostra-se que a internacionalização, a inovação financeira e a exploração de ganhos de arbitragem têm estado intensamente ligadas à introdução ou manutenção de regulamentação deficiente.

Termina-se, traçando um esboço do desenvolvimento extraordinário que nos últimos anos conheceram, em particular, os mercados monetários, de câmbios, de acções, de obrigações e de opções e futuros.

BIBLIOGRAFIA OBRIGATÓRIA

- Baltensperger, J. "European Banking: Prudential and Regulatory Issues"
em Dermine, J. (ed) European banking in the 1990s
Basil Blackwell, Oxford, 1990
- Neven, D. "Structural adjustment in the European
Retail Banking: some views from industrial organization"
em Dermine, J. (ed) European banking in the 1990s
Basil Blackwell, Oxford, 1990
- Leroux, F. Marchés Internationaux des Capitaux
Eska, Paris, 1988
- Steinherr, P. e
Gilibert, A. "The impact of financial market integration on the
European Banking Industry"
CEPS, Research Report nº 1 Brussels, 1991
- Vives, X. "Banking Competition and European Integration"
em Dermine, J. (ed) European banking in the 1990s
Basil Blackwell, Oxford, 1990

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- Barata, J. Moeda e Mercados Financeiros
Ed. do autor, Lisboa, 1993
- Borges, A. "Portuguese Banking in the Single European Market"
em Dermine J. (ed) European banking in the 1990s
Basil Blackwell, Oxford, 1990
- Kertudo, J. "Les marchés internationaux des capitaux:
globalisation, sophistication, déréglementation"
La Revue Banque, Abril, 1986
- Kerr, I. A History of the Eurobond Market
Euromoney Publications, 1984
- Steinherr, A. The new European Financial Market Place
Longman Group, New York University Press, 1992
- Walter, S.
e Smith, R "European Investment Banking: Structure, Transaction
Flows and Regulation"
em Dermine, J. (ed) European banking in the
1990s Basil Blackwell, Oxford, 1990

2. TEORIA DE GESTÃO DE CARTEIRAS

Após a visão geral do que são e de como funcionam os mercados financeiros actualmente, o aluno entra no estudo estandardizado da teoria e das aplicações práticas da gestão das carteiras de activos ou passivos financeiros.

Neste Capítulo estudam-se, sucessivamente, e sempre com a preocupação de capacitar o aluno para a acção: o modelo de Markowitz; os modelos de índice; o modelo, simplificado, de equilíbrio do mercado, popularizado sob a designação, "CAPM" ("Capital Asset Price Model"); a teoria da formação do preço por arbitragem, "APT" ("Arbitrage Pricing Theory"); a diversificação internacional; e, por último, as medidas de avaliação do desempenho dos gestores de carteiras.

2.1. O modelo de Markowitz

Trata-se, em especial, de enfatizar que a função utilidade dos investidores avessos ao risco contem dois argumentos, a rentabilidade e o risco, e que o problema da escolha óptima é reconduzível a um problema de programação quadrática cuja solução é um conjunto fronteira eficiente.

Termina-se salientando as dificuldades práticas da solução Markowitz e a natureza das críticas que lhe são dirigidas.

2.2. Os modelos de índice

É uma Secção que, no contexto da anterior, reconfigura a problemática em termos práticos. Distinguem-se assim os conceitos de risco de mercado e de risco específico e comparam-se as vantagens e desvantagens dos modelos de índice único e de índices múltiplos.

Termina-se mostrando o uso destes modelos como "rendibilidades de referência" ("benchmarks") que os gestores de carteira procuram superar.

2.3. O Modelo de Equilíbrio dos Activos Financeiros ("Capital Asset Price Model").

Apresenta-se este conhecidíssimo modelo, proposto por Sharpe e Lintner, em artigos publicados, respectivamente, em 1964 e 1965 destacando:

- (i) as suas hipóteses simplificadoras;
- (ii) a aplicação do teorema da separação de James Tobin;
- (iii) a construção da recta do mercado de capitais ("CML") e da recta característica dos títulos ("SML");
- (iv) as variantes mais importantes ao modelo básico; e
- (v) a evidência empírica.

2.4. A APT ("Arbitrage Pricing Theory")

Destaca-se o ponto fulcral, isto é, que a relação entre a rentabilidade esperada e o prémio de risco é tal que nenhum investidor pode criar riqueza ilimitada através de operações de arbitragem. Mostra-se também que nos modelos APT este argumento conduz a uma relação linear entre a rentabilidade esperada do título e os factores Beta de risco pertinentes, cujas elasticidades são os graus de aversão dos investidores a tais riscos (i.e. os seus "preços sombras").

Analisa-se de seguida a informação empírica e, por fim, comparam-se os prós e os contras que a utilização dos modelos CAPM e APT têm para a actividade dos gestores profissionais.

2.5. A diversificação internacional

Nesta Secção identificam-se os ganhos com a diversificação internacional, quer para o investidor mundial, quer para o investidor com preferência pelo habitat local.

Estuda-se o processo de constituição deste tipo de carteiras e familiariza-se o aluno com as previsões e recomendações que a tal respeito são elaboradas, regularmente, pelos principais bancos de investimento internacionais.

2.6. Medidas de avaliação do desempenho do gestor de carteiras.

É a Secção que fecha o Capítulo. Nela são passadas em revista as medidas clássicas que se utilizam na avaliação deste desempenho: (i) o índice de Jensen; (ii) o índice de Treynor; (iii) o índice de Sharpe.

Conclui-se estudando as limitações das medidas propostas e ilustra-se a questão delineando a sua aplicação à avaliação do desempenho dos gestores de fundos de investimento mobiliário em Portugal.

BIBLIOGRAFIA OBRIGATÓRIA

- Francis, J.C. Investments, Analysis and Management
Mc Graw Hill International Edition, Nova Yorque, 1990
- Goldman Sachs The International Economics Analyst
Londres, Jan/Fev. 1994
- Haugen, R Modern Investment Theory
Prentice Hall, Londres, 1990
- Jacquillat, B. Mercados Financeiros
e Solnik, B. Rés Editora, Porto, 1989
- Levy, H. e "International portfolio diversification" in
Sarnat, M. Managing foreign exchange risk
The Wharton School, Cambridge Univ. Press, 1986
- Roll, R. A critique of the asset pricing theory's tests"
Journal of Financial Economics, Março, 1977, pp: 129-176
- Sharpe, W. e Investments
Alexander, N Prentice Hall International Editions (4ª edição), Nova Yorque, 1990

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- Antão, Mário "A medição do risco de câmbio e as regras de composição óptima de uma carteira de activos ao longo do tempo" em Avaliação da Política Cambial em pequenas economias abertas
Tese de doutoramento, Lisboa 1988, pp. 226-238
- Elton, J. e Gruber, M. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis
John Wiley & Sons, Nova Iorque, 1981
- Fama, E. "The behaviour of stock market prices"
Journal of Business, Jan 1965
- Markowitz, H. "Portfolio Selection"
Journal of Finance, 1952
- Sharpe, W Portfolio Theory and Capital Markets
McGrawHill, Nova Iorque, 1970
- Tobin, J. "The Theory of Portfolio Selection" in
The Theory of interest rates
Hans & Brechling, MacMillan, Londres, 1965

3. A DETERMINAÇÃO DO PREÇO DAS ACÇÕES

Este Capítulo contém os conhecimentos básicos da análise fundamental para o gestor de carteiras de acções. Note-se que no curso não se estuda a análise técnica, apenas se faz uma breve menção, por duas razões:

- (i) o carácter *ad hoc* desta abordagem e as sérias objecções de natureza científica que lhe são dirigidas;
- (ii) escassez do número de aulas, a determinar uma afectação do tempo a tópicos mais importantes.

3.1. Avaliação com base no crescimento esperado

Começa-se por mostrar que as acções ordinárias constituem um dos instrumentos mais simples dos mercados financeiros. Distinguem-se estas das acções preferenciais e das obrigações convertíveis, incluindo os títulos de participação.

Um método expedito para avaliar o preço de equilíbrio das acções ordinárias de uma dada empresa consiste em combinar:

- (i) o rácio entre os dividendos e os capitais próprios esperados para o próximo período (em geral o ano); com
- (ii) a previsão da taxa de crescimento dos dividendos a longo prazo.

Apresenta-se o método e algumas das suas variantes e discute-se a sua utilidade e as suas limitações.

3.2. Avaliação com base nas cotações em Bolsa

A comparação intertemporal das variações do valor de um título exige a resolução de uma questão crucial - a determinação da taxa de desconto a que devem ser actualizados os fluxos de valor futuros.

Mostra-se que, teoricamente, esta taxa corresponde à taxa que os investidores esperam para a rentabilidade da carteira de mercado.

Ora, na medida em que os dados históricos sejam relevantes, a avaliação pode ser realizada com o auxílio de dois rácios:

- (i) o Rácio Resultados-Preço, "PER" ("Price Earnings Ratio");
- (ii) a Taxa de Rendibilidade dos Dividendos, "DY" ("Dividend Yield").

Termina-se mostrando que, sob outras hipóteses, a relação entre estes dois rácios é estável o que facilita, notoriamente, a determinação de valor das acções.

3.3. Avaliação com base nos fluxos de dividendos futuros

Mostra-se que a aferição do sucesso dos investimentos da empresa e da qualidade da sua equipa de gestão são elementos determinantes na avaliação dos preços das acções.

Discutem-se de seguida os principais métodos e variantes propostos para determinar o valor da empresa, com base no valor actualizado dos fluxos previstos de dividendos futuros.

Encerra-se o Capítulo examinando o conteúdo informativo da política de dividendos da empresa e o seu impacto no desenvolvimento das Bolsas de Valores.

BIBLIOGRAFIA OBRIGATÓRIA

- Brealey, R. e
Myers, S. Princípios de finanças empresariais
McGrawHill, Lisboa, 1992
- Copeland, T.
e outros Valuation: measuring and managing the value of
companies
John Wiley & Sons, Nova Iorque, 1990
- Miller, M. e
Modigliani, F. "Dividends policy, growth and the valuation of shares"
Journal of Business, 34, pp. 411-433, Out/61
- Van Horne, J. Financial Management and Policy
Prentice Hall, International Editions, Nova Jersey, 1992

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- Black, F. e
Scholes, M. "The effects of dividend yield and dividend policy on
common stock prices and returns"
Journal of Financial Economics, n. 1, Maio/74 p.1-22
- Hamada, R. "Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporate Finance"
Journal of Finance, 24, Março/69, p. 13-31
- Hawawani, G. e
Jacquilat, B. "European Equity Markets: Towards 1992 and Beyond"
em Dermine J.(ed) European banking in the 1990s
Basil Blackwell, Oxford, 1990
- Levy, H. e
Brooks, R. "Financial Break-Even Analysis and the Value of the
Firm"
Financial Management, n. 15, Outono/86, p.22-26
- Myers, S. "Determinants of Corporate Borrowing"
Journal of Financial Economics, 5, NOV./77,
p.147-175

4. TAXAS DE JURO E GESTÃO DE CARTEIRAS DAS OBRIGAÇÕES.

4.1. A determinação da taxa de juro

Começa-se o estudo do Capítulo pela análise da determinação das taxas de juro.

Determina-se a taxa de juro real dando ênfase às condições de equilíbrio no mercado internacional da oferta e da procura de fundos para investir.

Destaca-se, de seguida, que a determinação das taxas de juro de curto prazo em economia aberta depende do grau de liberalização dos movimentos de capitais, i.e., do grau de verificação da paridade coberta e não coberta das taxas de juro.

Descreve-se, de modo sucinto, o mecanismo de propagação das taxas directoras dos bancos centrais à taxas de juro de mercado.

Fecha-se o tópico mostrando a correlação que existe, em geral, entre as volatilidades das taxas de juro e de câmbio e a importância da reputação e da credibilidade da política monetária como instrumento de estabilização dos preços.

4.2. A estrutura temporal das taxas de juro

Passa-se de seguida à análise da estrutura temporal das taxas de juro, expondo o essencial das principais teorias explicativas.

Mostra-se o conteúdo de informação que se pode extrair da curva de rendimentos sobre o andamento do ciclo económico e sobre as expectativas dos agentes económicos.

Examina-se, como caso prático, a evolução da curva de rendimentos sobre títulos de dívida pública portuguesa nos últimos anos.

4.3. A gestão de carteiras de obrigações

Discutem-se então os aspectos básicos da gestão de carteiras de obrigações.

Destaca-se a fixação de objectivos e a determinação de carteiras tipo para investidores em títulos de taxa fixa.

Analisa-se as características e determina-se o valor de várias espécies de obrigações - de cupão zero; hipotecárias; com opção de "call".

4.4. A imunização

Por último, apresenta-se o conceito de duração ("duration"), devido a McCauley (1938).

Mostra-se a importância prática da sua utilização como método para:

- (i) avaliar a volatilidade do preço do título;
- (ii) definir o rácio de cobertura ("hedge ratio") do risco da taxa de juro.

Define-se, por último, a imunização ("immunization") conceito devido a Redington (1952) e mostra-se, como se pode utilizá-la para cobrir o risco de taxa de juro nas carteiras que contêm, em simultâneo, posições activas e passivas.

BIBLIOGRAFIA OBRIGATÓRIA

- Barreto, I. Ogrigações: análise e gestão
 Texto Editora, Lisboa, 1990
- Barro, R. "World real interest rates"
e Martin, X. NBER, W.P. nº 3317, Cambridge, USA, Abril/90
- Escalda, A. "Estrutura temporal das taxas de juro em Portugal"
 Banco de Portugal, Boletim Trimestral, vol. 14, nº
 4, Dezembro de 1992
- Mota, A. e Mercados de Títulos: uma abordagem integrada
Tomé, J. Texto Editora, Lisboa, 1991
- Sharpe, W. e Investments
Alexander, G. Prentice-Hall International Editions, Nova Jersey, 1990

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- Bierwag, G. Duration Analysis
Ballinger Pub. Co., Cambridge, USA, 1987
- Fabozzi, F. e
Garbicki, T.(ed) Advances in Bond Analysis & Portfolio Strategies
Probus Pub.Cy.Chicago, 1987
- Fisher. I. The Theory of interest
Kelly, Nova Yorque, 1930
- McScarth, W. Macro Economics: an introduction to advanced methods
Harcourt Brace Jovanovich, Londres, 1988

5. OS MERCADOS DE TÍTULOS DERIVADOS

O desenvolvimento dos mercados de títulos derivados, os quais são emitidos com base na variação dos preços dos activos subjacentes, possibilita uma melhor gestão do risco e uma redução dos custos de financiamento para as empresas não financeiras. Constituem também uma fonte de proveitos importantes para as instituições financeiras que dinamizam a oferta nestes mercados o que, por seu turno, lhes exige grande sofisticação e controlo apurado de posições de risco .

5.1. Caracterização geral e aspectos organizacionais

Volatilidade, desregulamentação, globalização e "titularização" ("securitization") constituem os vectores de referência da tremenda vaga de inovação financeira que sacudiu os mercados financeiros internacionais, sobretudo nos anos 80.

Quando a euforia abrandou, na sequência do afundamento ("crash") bolsista de 1987, a grande maioria dos principais bancos de investimento internacionais abandonou uma série de instrumentos muito complexos lançados em plena euforia ("boom yuppie").

Era difícil medir e controlar o grau de exposição ao risco de perda de capital, que decorria da sua emissão, em grandes montantes, no dia a dia das salas de transacções transacções ("trading"). Construíam-se assim posições especulativas com montantes de risco muito elevado e deficiente avaliação, proliferando variantes exóticas de produtos derivados.

Há, actualmente, um movimento de refluxo. O mercado concentra-se nas variantes mais estandardizadas e portanto mais líquidas destes produtos.

Os mercados de futuros e de opções ajudam também muito a desenvolver os instrumentos financeiros em que se apoiam, tornando-os mais líquidos e eficientes, ampliando a sua volatilidade potencial.

Utilizam-se também em combinação com "swaps", cujos mercados são estudados no Capítulo 7.

O objectivo deste ponto introdutório é o de fornecer uma panorâmica sobre os mercados em epígrafe focalizada nos aspectos a que se acaba de aludir.

5.2. A determinação do preço de contratos a prazo e de futuros

Os mercados de futuros "titularizam" os mercados a prazo ("forward") bancários. Criam, assim valor, servindo necessidades insatisfeitas e pressionando a queda dos custos de transacção no mercado de crédito.

Mostra-se, nesta Secção, como nos mercados bancários se determinam os preços dos contratos a prazo ("forwards" de taxas de câmbio e de taxas de juro) e descrevem-se as características operativas destes mercados.

Procede-se do mesmo modo para os mercados de futuros.

Termina-se a Secção com o estudo de estratégias de arbitragem que, ao envolverem combinações com contratos "forward" e com contratos de futuro, determinam que os preços de ambos sejam, em cada momento, aproximadamente iguais.



5.3. A determinação do preço das opções europeias

Começa-se por uma breve sùmula da história e da constituição dos principais mercados de opções actuais e contacta-se com o facto de que há, hoje em dia, mercados de opções muito líquidas, em todos os tipos importantes de activos financeiros - acções, obrigações, taxas de câmbio e respectivos índices.

Estabelece-se a diferença entre contratos de opções e de futuros e assinalam-se as semelhanças nos aspectos organizacionais dos respectivos mercados.

Mostra-se, de seguida, que o preço das opções depende das seguintes varáveis e parâmetros: preço do activo subjacente; dividendos, rendas ou cupões durante a vida da opção; prazo até à maturidade; preço de exercício; taxa de juro; volatilidade do preço do activo subjacente.

Apresentam-se então os fundamentos da forma de cálculo do valor das opções de Black e Scholes (1973).

Verifica-se assim que, sem custos de transação e outras imperfeições, é possível replicar qualquer tipo de opção com uma carteira de investimento em activos de suporte, de tal sorte que quaisquer outros tipos de opções são redundantes.

Posto isto, procede-se à apresentação da fórmula de Black e Scholes e à sua aplicação em exercícios práticos.

Mostra-se que as opções constituem um poderoso instrumento para eliminar imperfeições de mercado, tais como excessivos custos de transacção e impedimentos à prática de vendas a descoberto ("short selling"). E como, ao contribuírem para reforçar o papel

estabilizador da especulação, reduzindo consideravelmente o seu custo, aumentam a eficiência dos mercados financeiros.

Por último, o aluno toma um breve contacto com a literatura sobre o preço não eficiente ("mispricing") das opções (e dos títulos derivados em geral). Estudam-se os aspectos práticos a que um gestor de carteiras com objectivos de desempenho ("performance") de curto prazo deve atender.

BIBLIOGRAFIA OBRIGATÓRIA

- Silva, J. Os novos instrumentos financeiros
 Texto Editora, Lisboa, 1991
- Walmsley, J. The New Financial Instruments: an Investor's guide
 John Wiley & Sons, Nova Iorque, 1988
- Santos, R.e
Adegas, H. Inovações financeiras: uma introdução
 Banco de Portugal, Lisboa, 1990
- Edwards, F. e
Ma, C. Futures & Options
 Mc Graw Hill International Editions, Nova Iorque USA, 1992
- Miranda, A. Novos produtos financeiros
 Instituto de Formação Bancária, Lisboa, 1992
- Gemmill, G. Options Pricing: an international perspective
 Mc Graw Hill Book Co., Londres, 1993

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- Brenman, M. e
Schwartz, E. "The Valuation of American Put Options"
Journal of Finance, Vol. 32, Maio/77, 449-462
- Coopers &
Librand A Guide to Financial Instruments
Euromoney Pub., Londres, 1987
- Levi, M. International Finance
Mc Graw Hill International Editions, Nova Iorque, 1990
- Merton, R. "Theory of Rational Options Pricing"
Bell Journal of Economics and Management
Science, Vol. 4.4.1, 1973, p. 141-183
- Ritchken, P. Options: Theory, Strategy and applications
Scott, Foresman and Co., Londres, 1987

6. FUNCIONAMENTO E REFORMA DOS MERCADOS FINANCEIROS EM PORTUGAL

6.1. Caracterização geral

Na década de 1984-94 os mercados financeiros conheceram profundas reformas estruturais que, todavia, ainda não se completaram.

A criação de novos mercados e o aprofundamento dos existentes, que as reformas estruturais desencadeiam, criam oportunidades de ganhos extraordinários aos gestores que, em devido tempo saibam alterar, na direcção certa, as suas estratégias de composição e de rotação de carteiras.

Começa-se a Secção com uma descrição sintética dos principais passos das reformas entretanto realizadas em Portugal. Destacam-se, em especial, os seguintes pontos.

Com a substituição do regime dos limites de crédito em 1990 desenvolveu-se um genuíno mercado monetário interbancário. Os mercados de câmbio à vista e a prazo, gradualmente ampliados com a eliminação faseada dos controlos de câmbios, integraram-se em pleno no mercado internacional, ao completar-se a abolição das restrições aos movimentos de capitais no final de 1992. O acesso à actividade bancária, timidamente aberto à iniciativa privada em 1984, tornou-se completamente livre, para os bancos comunitários, a partir de 01.01.93. Descreve-se também, sumariamente, o regime de acesso à actividade seguradora que, actualmente, já é praticamente idêntico ao sector bancário. Assinalam-se também as reprivatizações dos bancos, que estão quase concluídas, e dos seguros que já se completaram, destacando a situação actual no que respeita à formação de grupos financeiros.

Após a apresentação desta evolução, analisam-se as mudanças no regime de concorrência e as situações ainda existentes de imperfeições de mercado.

O movimento das reformas no tocante ao mercado de capitais teve até agora um alcance inferior ao que ocorreu nos mercados monetários, interbancários, de Dívida Pública, de crédito bancário e de seguros.

O número de empresas com ações cotadas em bolsa tem progredido lentamente, bem como a capitalização bolsista, a qual tem estado excessivamente ligada às privatizações. O mercado primário accionista está assim aquém do seu potencial e a liquidez nos mercados secundários accionistas e obrigacionistas de empresas continua a ser muito insuficiente. Por fim, uma breve menção ao 2º mercado, criado para PME, que progride lentamente.

Os mercados obrigacionistas de curto prazo registaram um desenvolvimento animador com a criação do mercado de "papel comercial", em paralelo com o aprofundamento do segmento público (Bilhetes do Tesouro).

Nas maturidades de médio e longo prazos o segmento obrigacionista de empresas estagnou e está também muito aquém do seu potencial, em contraste com a evolução no segmento público.

O Tesouro desencadeou uma modernização intensa nos dois últimos anos, criando um mercado de obrigações a taxa fixa (OTs) cujas maturidades se alargaram sucessivamente de 3 para 5,7 e, ultimamente, 10 anos, com bons índices de liquidez, e em fase de alinhamento rápido com os padrões de funcionamento dos mercados maduros.

A intermediação bancária não tem assim tido muita concorrência, em parte porque o mercado de capitais, pelo lado da oferta, tarda a desenvolver-se.

Mas as condicionantes existem também do lado da procura. O peso dos investidores institucionais (fundos de investimento mobiliário, companhias de seguros e fundos de pensões), tem aumentado mas é ainda inferior ao que é habitual noutros mercados.

A plena integração no Mercado Único de Serviços Financeiros da União Europeia está, todavia, a influenciar, poderosamente, as estratégias de composição de carteiras dos gestores nacionais e a conduzir a uma significativa diversificação internacional.

Após estes aspectos descritivos, o aluno é estimulado a analisar e a debater os resultados positivos e negativos trazidos pela execução das reformas até ao momento, bem como a perspectivar os próximos passos que elas devem assumir.

6.2. Aspectos recentes da reforma do mercado interno da Dívida Pública

O mercado primário da Dívida Pública iniciou-se em 1985 com a emissão dos primeiros Bilhetes do Tesouro a taxas de mercado. O desenvolvimento entretanto verificado, primeiramente centrado em títulos a taxa variável, FIPs e CLIPs⁽¹⁾ (sendo estes semelhantes às NIFs e RUFs habituais nos Euro-mercados), tem estado ultimamente concentrado nas emissões a taxa fixa cujas maturidades se têm alargado de 3 a 10 anos. Esta alteração, possibilitada pelos progressos na desinflação, favorece, por seu turno, a formação de expectativas desinflacionistas e aprofunda, significativamente, as possibilidades de diversificação das carteiras.

No momento actual, pode dizer-se que o mercado primário já não está longe do que é comum nos mercados desenvolvidos. É o que se passa, por exemplo, com o regime de

⁽¹⁾ CLIPs - Crédito em Leilão ao Investimento Público;
NIFs - "Note Issuing Facilities"; RUFs - "Revolving Underwriting Facilities".

leilões, com o calendário de emissões anunciado pelo Tesouro, com a fungibilidade dos títulos e com o sistema de registo informático das transacções e liquidações.

Porém, no mercado secundário, apesar dos assinaláveis progressos realizados, há ainda várias reformas importantes a realizar com vista, fundamentalmente, a aumentar a liquidez dos títulos. De entre estas destacam-se:

- (i) a criação de um mercado especial para a Dívida Pública;
- (ii) a redução do prazo de liquidação das transacções de T+4 para T+2 (padrão internacional);
- (iii) a incorporação no preço transaccionado dos juros corridos até à data da liquidação;
- (iv) a criação de um verdadeiro mercado de reportes e de vendas a descoberto;
- (v) o alinhamento da tributação de não-residentes pelos padrões internacionais.

Pretende-se, com esta Secção, sensibilizar o aluno para a importância prática destes problemas e para as implicações e condicionantes que colocam à gestão de carteiras.

6.3. O Financiamento do Tesouro nos Mercados Externos

Rompendo uma abstinência que se verificava desde 1988, o Tesouro voltou ao mercado internacional em 1993, concretizando três emissões externas - em ienes, em marcos e em dólares (neste caso uma emissão global) com montantes, no contra valor em escudos,

de cerca de 90 milhões de contos a primeira, 150 milhões de contos a segunda e 170 milhões a terceira.

Em 1994 realizou já uma emissão, também global, mas em Ecus, no montante de cerca de 190 milhões de contos.

Vários prós e contras se podem mencionar em relação a estas decisões de recorrer a empréstimos externos.

É este tipo de discussão que constitui o principal propósito desta Secção. Nela se examinam ainda, se bem que sumariamente, as questões da formação dos "spreads" obtidos (diferenciais de taxa de juro em relação aos títulos que servem de referência), da escolha do mercado e do momento de lançamento das emissões.

Termina-se com uma breve referência ao comportamento das emissões no mercado secundário e ao tratamento da exposição ao risco cambial.

6.4. As reformas a completar: o desenvolvimento do mercado de acções; a criação do mercado de obrigações hipotecárias.

Duas das principais insuficiências actuais do sistema financeiro português estão identificadas em epígrafe.

O propósito desta Secção é o de examinar as principais medidas que devem ser tomadas para dinamizar estes segmentos de mercado.

Quanto ao mercado de acções trata-se fundamentalmente de: i) impulsionar as privatizações; rever, eventualmente, os incentivos existentes para que as empresas abram

os seus capitais à subscrição pública e para que os investidores apliquem mais recursos em aquisições de acções cotadas.

Mas, como se sabe, nada dinamiza mais um mercado de acções "bear" (com expectativas pessimistas) do que a redução das taxas de juro, num ambiente de reforço da credibilidade das autoridades macroeconómicas.

Quanto ao mercado de obrigações hipotecárias trata-se de criar de raiz um verdadeiro mercado obrigacionista nos prazos mais longos, designadamente 20 ou 30 anos, que contribuirá, por seu turno, para estabilizar a inflação em taxas baixas. É um mercado que interessa particularmente às companhias de seguros, do lado da procura, e aos bancos com grandes carteiras de crédito à habitação, do lado da oferta.

Analisar as consequências destas imperfeições do mercado e a natureza das medidas a tomar para as eliminar constituem os objectivos a que se destina a presente Secção.

No final deste Capítulo pretende-se que os alunos tenham uma boa noção quer das oportunidades quer das especificidades que as reformas financeiras trouxeram à gestão de carteiras em Portugal.

BIBLIOGRAFIA OBRIGATÓRIA

- Antão, M. "The Portuguese Capital Markets"
Kampo Review, Tóquio, Dez/1993
- Bolsas de Valores Mercados de Futuro e Opções - estudo de instalação em Portugal
Lisboa, 1993
- Lehman Brothers Monetary Policy in Europe
Londres, Julho/1992
- Ministério das Finanças Aspectos da Evolução e da Gestão da Dívida Pública Portuguesa
Lisboa, 1991
- Ministério das Finanças Dívida Pública
Direcção Geral do Tesouro, Lisboa, 1993

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- The City
Research
Project EMU, the sterling money market and the domestic
money markets of the UK, France, Germany and the US
Londres, Business School, Londres, 1993
- Ministério
das Finanças The Domestic Portuguese Government Debt Market:
recommendations for reform
Lisboa, 1993
- Santos, R. Gestão e Dívida Pública /1992
BPI, Lisboa, 1993
- CMVM A situação geral dos mercados de valores mobiliários - 1993
Lisboa, 1994
- Majnoni, S. e
outros "Towards pan-European Capital markets"
em Steinherr, A. (ed.) The new European financial market place,
Longman Group. Nova Iorque University Press, USA, 1992.

7. GESTÃO DOS RISCOS FINANCEIROS

O trabalho a desenvolver neste Capítulo é eminentemente prático. Trata-se de aplicar os conhecimentos anteriormente obtidos a uma série de casos práticos que visam simular as situações que mais frequentemente se deparam aos gestores de carteiras portuguesas no momento presente.

7.1. Risco de taxa de juro e risco de taxa de câmbio

Nesta Secção procede-se à identificação e medida destes riscos, essencialmente na óptica da empresa não financeira. Destaca-se, através de exemplos práticos, o nível de exposição (montante do capital em risco) e o grau de exposição (elasticidade do valor da empresa⁽²⁾ aos riscos da taxa de juro ou câmbio).

Visa-se assim sensibilizar o aluno para a percepção de que estes riscos existem para a generalidade das empresas e têm, hoje em dia, com a globalização e diversificação dos mercados financeiros, crescente importância.

Dito doutro modo, os gestores financeiros das empresas portuguesas, quer das PME quer, *a fortiori*, das grandes empresas, podem melhorar consideravelmente o seu desempenho, em termos do binómio rentabilidade-risco, se utilizarem judiciosamente os modernos instrumentos financeiros disponíveis no mercado, para criar posições de cobertura de risco ou de especulação.

⁽²⁾ ou de um dado fluxo financeiro activo ou passivo

7.2. As operações de "swap"

Criadas no início da década de 80, as operações de "swap" tiveram um desenvolvimento extraordinário cujo potencial se encontra longe de esgotamento.

O estudo das modalidades básicas, os "swaps" de taxa de juro e os "swaps" de taxa de câmbio, simples ou com "swaps" de juro associado, permite ao aluno compreender o extraordinário interesse deste instrumento para:

- (i) reduzir o custo financeiro para as empresas em operações típicas de endividamento e de comércio externo;
- (ii) gerir activa e globalmente uma carteira de activos e passivos financeiros.

Termina-se a Secção mostrando que os "swaps" vieram permitir, às instituições financeiras, a realização de operações de arbitragem internacional, com uma amplitude e escala sem precedentes. Contribuíram assim estes instrumentos para acelerar a globalização dos mercados ligando, num sistema de vasos comunicantes, mercados anteriormente segmentados, por diferenças de enquadramento macroeconómico, fiscalidade, procedimentos contabilísticos ou normas legais.

7.3. Decisões de cobertura e de especulação

Nesta Secção, que encerra a Unidade Lectiva, o aluno estuda, através de casos práticos, como são tomadas as decisões típicas de cobertura de riscos e de especulação, quer nas empresas não financeiras, quer nas instituições financeiras.

Analisa-se assim, através dos exemplos construídos, as vantagens ou desvantagens das alternativas envolvendo: (i) os FRAs ("Forward Rate Agreements", i.e. Acordos sobre Taxas de Juro Futuras), os "swaps" de taxa de juro e os futuros de taxa de juro; (ii) os mercados de câmbios a prazo, os "swaps" de taxas de câmbio e os futuros de taxas de câmbio; (iii) as opções, combinadas ou não com os activos subjacentes e os futuros.

BIBLIOGRAFIA OBRIGATÓRIA

- Das, S. Swap Financing
IFR Pub., Londres 1990
- Debeauvais,
M.e Sinnah, Y. La Gestion globale du risque de change
Economica, Paris, 1991
- Euromoney Management of Foreign Exchange Risk
Euromoney Pub., Londres, 1987
- Simon, Y. Techniques Financières Internationales
Economica, Paris, 1993
- Tygier, C. Basic Handbook of Foreign Exchange
Euromoney Pub., Londres, 1986

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- Cox, J., e
outros "The relationship between forward and future prices"
Journal of Financial Economies, n.9, 1981, p. 321-346
- Dumas, B. "Realignment Risk and Currency Option Pricing in Target Zones"
W.P. n.3, Fifth Annual European Futures Research Symposium,
CBOT, Louvaina, Bélgica, 1993
- Engström, R,
e Lybeck, J. International Money and Bond Markets
IFR Books, Londres, 1992
- Levine, S. The Financial Analysts Handbook
Dow Jones Irwin, Nova Iorque, 1988
- Stigum, M. The money market
Richard D. Irwin, Nova Iorque, 1990

BIBLIOGRAFIA GERAL

- Adler, M.
e Dumas, B. "International Portfolio and corporation finance:a synthesis"
Journal of Finance Jun/1983
- Allen, P. "Portfolio approach to the international capital flows"
Journal of International Economics, 3(2),1973, pp.135-160
- Antão, M. "Aspectos Económicos e Financeiros da UEM"
Seminário Preparar o Futuro 1992, edição do Ministério dos Negócios
Estrangeiros e Comunidade Europeia, Ponta Delgada, Maio de 1991
- Antão, M. O Mercado de Capitais em Portugal: 1987-1992
Esteves, J.,
Bastardo, C. e
Luís, J. CIEF, Lisboa, Dez/1992
- Artus, P. e Theórie financière des taux d'intêret et gestion du risque de taux
Lubochinski, C. PUF, Paris 1990
- Beatt, R. e "Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial
Ritter, J. Public Oferings"
Journal of Financial Economics, vol. 15, 1986, pp. 213-232
- Bierwag, G. e Innovations in bond portfolio management: duration analysis
Toevs, A. (ed.) and immunization
Greenwhich, Jai Press, 1983

- Black, F. e
Scholes, M. "The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns"
Journal of Financial Economics 1 (1) Maio 1983, pp 1-22
- Brennan, M e
Schwartz, E "An equilibrium model of bond pricing and a test of market efficiency"
Journal of Financial and Quantitative Analysis, 17, 1982, pp 301-329
- Brickley, J.A., "Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: an empirical study"
Journal of Financial Economics, 12 Ago/83, pp. 187-209
- Brickley, J. e
McCowell, J. "Dividend Policy in Finance"
The New Palgrave, Mc Millan, Londres, 1989
- Cassola, N.
e Silva, J. "Composição óptima das reservas cambiais do Banco de Portugal"
Doc. Trabalho nº 19, CEMAPRE, ISEG, Dezembro/1986
- Chollerton, K.
e outros "Why invest in foreign currency"
The Journal of Portfolio Management, Verão/1986
- Copeland, T. e
e Weston, J. Financial Theory and Corporate Policy
Addison-Wesley, 1983
- Cox, J.
Ingersoll, J. e
Ross, S. "A theory of the term structure of interest rates"
Econometrica, vol, 53, nº 2, 1985, pp. 385-407

- Cox, J. e Options Markets
Rubinstein, M. Prentice Hall, Englewood Cliffs, Nova Jersey, 1985
- De Grauwe, P e The European Monetary System in the 1990's
Papademos, L (ed) CEPS, Longman, Londres 1990
- Euromoney Capital Markets: The New Order
Suplemento, Maio 1991
- Euromoney Dealing in Foreign Markets"
Corporate Finance, Jul/1986, pp.30-31
- Fama, E. "Efficient capital Markets: a review of theory and empirical work"
The Journal of Finance, Maio/1979, nº 25, pp. 383-417
- Fama, E. "Forward and spot exchange rates"
Journal of Monetary Economics, nº 14, 1984, pp.319-338
- Fama, E. e "Dividend yields and expected stock returns"
French, K Journal of Financial Economics, Oct/1983, pp.3-25
- Figlewski, S. e Helging with financial futures for institutional
Merrick, J. investors: from theory to practice
Ballinger Pub. Cy. Cambridge, U.S.A., 1986
- Fisher, I. The theory of interest as determined by impatience to spent income
and opportunity to invest it
A.M. Kelley Pub, Nova Yorque, 1965

- Garcia, M. Eficiência do Mercado de Capitais
Tese de Mestrado, ISEG, Lisboa, Dez/1992
- Giddy, I. "The foreign exchange option as a hedging tool"
Midland Bank Corporate Finance Journal, 1 1993 pp. 32-42
- Higgins, R. "Growth Dividend Policy and Capital Costs in the electric utility industry"
Journal of Finance, 29, pp. 1189-1201, Set/74
- Holden, K, Economic forecasting: an introduction
Peel, D. e Cambridge University Press, Cambridge, USA, 1991
Thompson, J.
- Howells, P. e Financial Markets and Institutions
Bain, K. Longman, Londres, 1989
- Jensen, M. e "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital
Meckling, W. Structure"
Journal of Financial Economics, nº 3, 1976 pp-305-360
- Kenyon, A. "Currency Risk and Business Management"
Blackwell, Oxford, 1990
- Khoury, S. Speculative Markets,
Macmillan, Londres, 1984
- Marsh, T. e "Dividend behaviour for the agregate stock market"
Merton, L. Journal of Business, 60, Jan/1987, pp 1-40

- Merton, R. "On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates"
Journal of Finance, 1974
- Nelson, J.e
Schaefer, S. "The dynamics of the term structure and alternative
portfolio immunization strategies"
- Plosser, C. "Fiscal Policy and the Term Structure"
Journal of Monetary Economics, 20, Set/1987 pp. 343-367
- Quittard-Pinon, F. Marchés des Capitaux et théorie financière
Economica, Paris, 1993
- Ross, S. e
Roll, R. "An empirical investigation of the arbitrage
pricing theory"
The Journal of Finance, 1980, pp.1073-1103
- Ross, S. "The arbitrage theory of capital asset pricing"
Journal of Economic Theory, 13, Dez/1976, pp. 341-360
- Schaefer, S. "Immunization and duration: a review of theory, performance and
applications"
Midland Corporate Finance Journal, n° 3 Out/1984, pp 41-58
- Schultz, R. "A model of international asset pricing"
Journal of Financial Economics, 9, Dez/1981, pp. 393-406
- Solnik, B. "An equilibrium model of the international capital market"
Journal of Economic Theory, n° 8, 1974, pp.500-524

- Solnik, B International investments
Addison Wesley Reading, 1988
- Stein, J. The economics of future markets
Blackwell, Oxford, 1986
- Stein, J. "The natural real exchange rate of USD and determinants of capital
flows"
W.P.n. 93, Brown University Providence, USA, Agosto/1993
- Stiglitz, J. "The allocation role of stock market: Pareto optimality and
competition"
The Journal of Finance, vol.XXXVI n° 2 Maio/1981 pp.235-251
- Varian, H. "The arbitrage principle in financial economics"
Journal of Economic Perspective Vol 1, 2, 1987, pp. 55-72
- Watts, R. "The information content of dividends"
Journal of Business, 46, Abril/1973, pp 191-211
- West, K. "Bubbles, fads and stock price volatility tests: a partial evaluation"
The Journal of Finance, vol.43, 1988, pp.630-659

V. ORGANIZAÇÃO DO CURSO

Justificada, no Capítulo III, a abordagem sistémica que norteia o Curso e explicitada a matriz teórica e prática do ensino, bem como o programa, no Capítulo anterior, cumpre regressar a um nível mais geral e apresentar o modo de funcionamento da Unidade Lectiva, considerando para o efeito os seguintes três eixos de referência:

- (i) A Metodologia do Ensino;
- (ii) A Programação das Aulas;
- (iii) A Avaliação dos Conhecimentos.

V.A - A Metodologia do Ensino

Seria um erro crasso pensar-se que bastaria cuidar do conteúdo de um curso e da sua bibliografia para que os objectivos pretendidos com a formação se alcançassem de forma adequada.

Difícilmente haverá actividade humana em que se verifique, com maior ênfase do que no Ensino Universitário, o conhecido adágio, parafraseado, de que "mais vale ensinar o pescador a pescar do que dar-lhe peixe".

O desafio para o professor é assim, acima de tudo, o de motivar o aluno para uma atitude activa de aprendizagem, encorajando-o a formular as suas próprias questões e a tomar decisões de forma autónoma e fundamentada.

A pedagogia actual não afirma uma preferência vincada por nenhum tipo de método. Antes se inclina para a utilização de uma variedade de métodos, cuja dosagem pode variar ao longo da execução do programa de ensino, em função dos objectivos propostos.

Recorrendo a uma terminologia conhecida⁽³⁾ sustenta-se que, neste curso, se devem usar métodos de ensino "afirmativos", "interrogativos" e "activos".

O método afirmativo reporta-se às exposições da matéria teórica e à apresentação do enquadramento dos exercícios práticos.

Não deverá ocupar mais do que 1/4 do tempo lectivo. Deve abrir o tratamento de cada Capítulo e centrar-se:

- (i) na apresentação das questões-chave e dos diferentes tipos de explicação propostos teoricamente;
- (ii) na análise dos pontos fortes e fracos de cada perspectiva teórica;
- (iii) na descrição das metodologias e técnicas disponíveis que podem ser utilizadas e do modo como devem ser utilizadas;
- (iv) na articulação do tema em causa com outros temas que lhe são próximos e que são tratados no curso;

O método interrogativo deverá ter uma duração semelhante, isto é, também 1/4 do tempo lectivo. Reveste basicamente a escolha de questões e a preparação de linhas de resposta

⁽³⁾ Bazin, R. Organizer Les Sessions de Formation
Librairies Techniques, Paris, 1978

para serem objecto de debate em aula. Há aqui que lançar mão do facto de haver excelentes manuais para grande parte dos temas do curso os quais contêm não só questões interessantes como fornecem as respectivas respostas.

Este método estimula a auto-confiança dos alunos, facilita a sua integração, num ambiente de motivação e emulação colectiva, e faculta ao professor importante informação sobre a forma como está a decorrer a aprendizagem.

Por último o método activo, que deverá ocupar metade do tempo lectivo, enforma a natureza marcadamente prática do curso. O conteúdo específico radica fundamentalmente na realização de: (i) exercícios práticos em computador; (ii) estudos de casos de simulação.

Os exercícios práticos em computador são possíveis usando o excelente manual de R.Haugen que vem acompanhado, na sua 3ª edição, por uma "diskette", com programas informáticos que permitem nomeadamente:

- (i) calcular a composição óptima de carteiras;
- (ii) gerir carteiras de obrigações e de acções;
- (iii) utilizar opções no quadro de diversas estratégias de cobertura de risco ou de especulação;

No curso, para além de resolverem problemas indicados no referido manual, os alunos são encorajados a construir casos, respeitantes ao mercado português, criando a respectiva base de dados e propondo as correspondentes soluções.

O estudo de casos de simulação é especialmente apropriado para a temática do Capítulo VII, para onde converge e culmina o ensino prático do curso.

Perante a miríade de propostas possíveis, parece apropriado manter a selecção de casos em torno das 6-7 situações, que sejam de facto importantes para a actividade corrente dos gestores de carteiras portuguesas, actualmente.

Dado que o mercado de capitais português se encontra a meio caminho de uma reforma que visa o seu alinhamento pelos melhores padrões internacionais, estes casos de simulação, devem retratar tanto quanto possível as situações que os gestores portugueses enfrentam e devem ser alterados e adaptados, à medida que novas alterações estruturais sejam introduzidas no enquadramento actual do mercado.

Em síntese, a combinação do uso dos três métodos de ensino, "afirmativo", "interrogativo" e "activo", visa concretizar a preocupação central que percorre o curso - facultar aos alunos capacidade técnica e visão estratégica que lhes permitam uma integração fácil e com sucesso, ao encetarem uma carreira profissional de gestores de carteira à saída da Escola.

V.B. PROGRAMAÇÃO DAS AULAS

A unidade lectiva tem 3 aulas, de 1, 5 horas cada, por semana, durante um semestre, de 15 semanas. Isso corresponde a um máximo de 45 aulas.

A programação que se segue respeita a 40 aulas efectivas, o que cria uma certa flexibilidade face a situações imprevistas ou a um ritmo menos intenso nalgumas partes mais complexas do programa.

No quadro seguinte resume-se a distribuição dos pontos do programa pelas aulas efectivamente previstas e indicam-se os objectivos de aprendizagem a alcançar.

Pontos do Programa	Nº de Aulas	Objectivos
1.1 e 1.2	10	Apresentação da cadeira e dos métodos de ensino Descrever num quadro neoclássico as interacções entre o sistema financeiro e a economia real e justificar a existência de regulamentação prudencial no sistema financeiro.
1.3	1	Descrever as opções estratégicas dos bancos e das instituições financeiras em geral
1.4	10	Ilustrar a traços largos o desenvolvimento do mercado financeiro.
2.1	20	Apresentar o modelo de Markowitz e realizar um exercício prático.
2.2	20	Apresentar os modelos de índice, realizar um exercício prático e questionar a sua utilização.
2.3	40	Apresentar o "Capital Asset Price Model", discutir a utilidade de variantes ao modelo básico, realizar dois exercícios práticos e discutir os pontos fortes e fracos do modelo.
2.4	30	Apresentar a "Arbitrage Pricing Theory", discutir os problemas empíricos da construção do modelo e comparar a sua utilidade e a do CAPM para o gestor de carteiras.
2.5	20	Apresentar e justificar a diversificação internacional de carteiras e realizar um exercício prático ilustrativo.
2.6	2	Apresentar as três medidas clássicas de avaliação do desempenho dos gestores de carteiras e discutir os pontos fortes e fracos de cada uma delas.
3.1	1	Apresentar e discutir os métodos de avaliação do preço das acções baseadas no crescimento esperado da empresa.
3.2	1	Apresentar e discutir os métodos que com o mesmo fim se baseiam nas cotações em Bolsas.

Pontos do Programa	Nº de Aulas	Objectivos
3.3	1	Apresentar e discutir os métodos que com o mesmo fim se baseiam nos fluxos de dividendos futuros.
4.1	1	Apresentar a teoria da determinação das taxas de juro real e nominal.
4.2	1	Apresentar e ilustrar o conceito de curva de rendimento e mostrar a natureza da informação que dela se pode extrair.
4.3	2	Apresentar as questões básicas da gestão de uma carteira de obrigações e realizar um exercício prático.
4.4	1	Apresentar o conceito de imunização e ilustrar as suas aplicações mais importantes.
5.1	1	Ilustrar o desenvolvimento histórico dos mercados de opções e de futuros e caracterizar a sua organização geral.
5.2	2	Determinar o preço de contratos de câmbios a prazo, de "FRA's" e de futuros através de exercícios práticos.
5.3	2	Descrever os determinantes do preço das opções, apresentar a fórmula de Black-Scholes e realizar um exercício prático.
6.1, 6.2 e 6.3	1	Apresentar os traços básicos das reformas do sistema financeiro português já realizadas, e por realizar.
6.4	2	Apresentar e avaliar os empréstimos externos do Tesouro em 1993/1994 e os seus vários efeitos sobre a gestão de carteiras de obrigações.
7.1	1	Apresentar os conceitos e as medidas dos riscos de taxa de juro e de câmbio e ilustrar a sua importância prática para as empresas.
7.2	1	Descrever os "swaps" de taxa de juro e de taxa de câmbio e ilustrar com exercícios práticos.

Pontos do Programa	Nº de Aulas	Objectivos
7.3	4	Ilustrar, através de casos práticos, a tomada de decisões de cobertura e de especulação, envolvendo a utilização complexa de operações nos mercados a prazo, de futuros, "swaps" e opções; estabelecer um conjunto de regras básicas para definir estratégias consistentes de gestão de carteiras.

V.C. AVALIAÇÃO DE CONHECIMENTOS

O objectivo da avaliação, que é o de atribuir a cada curso uma nota numa escala pré-definida, de 0 a 20, deve pautar-se por dois critérios de referência.

Através do primeiro, o desempenho do aluno deve ser aferido em relação aos padrões de exigibilidade que tenham sido estabelecidos para a cadeira. Há aqui que ter em conta, em especial, os níveis de exigência em regra estabelecidos no ISEG e, eventualmente, noutras Escolas que ministrem a mesma disciplina.

Através do segundo deve preservar-se a equidade, atribuir notas aos diferentes alunos da cadeira em correspondência com os seus efectivos desempenhos, colocando extremo cuidado para não usar de bitolas de exigibilidade diferentes de uns alunos para outros.

Não sendo possível uma avaliação contínua, na sua verdadeira acepção, há que escolher momentos e métodos de avaliação que, de algum modo, permitam aferir as capacidades de aprendizagem evidenciadas pelo aluno ao longo do curso e, em particular, o seu potencial de auto-aprendizagem após o término do curso.

Possui o ISEG uma vasta e rica experiência em forma de avaliação acumulada ao longo de inúmeras discussões, com grande participação de docentes e alunos, sobretudo na

última década. O Conselho Pedagógico fixou também recentemente princípios orientadores sobre a matéria.

Em observância da visão geral estabelecida pelo Conselho Pedagógico e atendendo às características específicas da presente cadeira em que, como se referiu, ocupa um lugar primordial a preparação dos alunos para a tomada de decisões de natureza estratégica, em domínios muito técnicos, pensa-se que a combinação mais adequada de componentes de avaliação deve ser a seguinte:

- (i) Uma prova escrita individual que incidirá sobre os temas teóricos e sobre os exercícios práticos apresentados em aula;
- (ii) A apresentação e discussão de um pequeno ensaio de cerca de 10 páginas, folha tipo A4, a dois espaços, elaborado individualmente, com tema a escolher pelo aluno, de um conjunto de possibilidades previamente apresentado pelo professor e respeitantes a problemas práticos de gestão de carteiras no âmbito dos temas tratados nos Capítulos 3, 4, 5 e 7.

A justificação para este processo de avaliação releva das especificidades da cadeira. Com efeito, a natureza teórica e de enquadramento dos Capítulos 1, 2 e 6, bem como a aprendizagem por exercícios práticos, que é um traço dominante nos Capítulos 3, 4 e 5, justificam que a avaliação destes conhecimentos seja feita por prova escrita.

Porém as capacidades que se exigem no Capítulo 7 apelam por inteiro para a criatividade e espírito de decisão do aluno e o mesmo ocorre com vários pontos da matéria tratados nos Capítulos 3, 4 e 5.

Isso justifica que ao aluno seja dada larga autonomia para, através de um pequeno ensaio sobre um tema concreto de gestão de carteira em Portugal no momento presente,

por si em grande parte delimitado, mostrar as suas capacidades para tomar decisões, num quadro de incerteza, que sejam servidas por uma visão estratégica inteiramente consistente com as referências teóricas e práticas para o efeito relevantes e ministradas durante o curso.

Quanto à ponderação, pensa-se que é apropriado atribuir 50% a cada uma das provas.