

O momento deste Seminário, em que o mundo vive uma crise financeira sem precedentes, pede uma reflexão sobre o que fazer. Nós, individualmente ou através de nossos veículos de representação e atuação conjunta, podemos e devemos colaborar na superação desta conjuntura adversa, interagindo na busca de um ordenamento que evite a repetição de um quadro deteriorado como o que hora enfrentamos.

Resumidamente, a presente crise é consequência do solapamento da banca nos países desenvolvidos. Os eventos isolados que levaram ao colapso financeiro de gigantes globais podem ser descritos de forma sucinta, através da seguinte cronologia:

- 1) Taxas de juros muito baixas decorrentes do ataque terrorista ao World Trade Center em New York pressionaram os administradores de recursos a procurarem novas alternativas de investimento, de forma a cumprir com suas obrigações atuariais.
- 2) O mercado de capitais respondeu rápido a esta demanda, criando produtos e novos veículos financeiros que permitiram o atendimento aos requisitos desse público.
- 3) Estas novas formas de intermediação financeira, pela sua boa aceitação, acabaram encampadas pela grande banca, que se encarregou de internacionalizá-la e enraizá-la.
- 4) Todas as salvaguardas para que esta indústria se expandisse foram criadas, bem como a elite do pensamento financeiro engajou-se na sustentação dos paradigmas em que estes mercados se apóiam.
- 5) A ampliação da penetração dos produtos implicou o aumento da complexidade das estruturas e um certo distanciamento do investidor do processo discricionário de tomada de decisão, que passou a ser confiado a profissionais.
- 6) Os ganhos de escala induziram à concentração de certas etapas dessas operações em alguns atores, tornando-os peças críticas na viabilização destes negócios. Estes atores oligopolistas muitas vezes mantinham diversas linhas de negócios simultaneamente.
- 7) O crescimento dos negócios criava liquidez que, por sua vez, melhorava a rentabilidade destes ativos, bem como da economia como um todo, e, com isto, atraía novos investidores e diminuía o risco percebido.
- 8) Os mecanismos de *safety net* criados para lidar com rupturas de mercados não evoluíram no sentido de incluir os novos instrumentos e veículos de mercado de capitais.
- 9) Uma crise de liquidez provocada por um ativo, o famigerado *subprime*, expôs a intrincada rede de efeitos cruzados que a indústria financeira tinha criado no processo de vigorosa expansão do mercado de capitais.
- 10) Entidades oligopolistas na cadeia destes negócios foram afetadas e, com isto, contaminaram a credibilidade e liquidez de outros ativos.
- 11) Os provedores de liquidez com acesso a linhas de redesconto relutavam em atuar e estrangulavam os necessitados, aprofundando o processo de *débâcle* dos ativos financeiros como um todo.
- 12) O pânico se instaura com os investidores assumindo posição ativa e determinando um perfil superconservador no direcionamento de seus recursos, ou seja, compra de títulos do Tesouro, provocando com isto uma crise de liquidez de proporções históricas.

- 13) A marcação a mercado que servira para robustecer os resultados e o patrimônio das instituições financeiras na época de expansão, com a inversão de direção, passou a dilapidar a base de capital das instituições e comprometer sua capacidade de alavancagem. Adicionalmente, os lucros do passado revertem ao presente e, com prejuízos, capitalizações tornam-se desvantajosas, se não inviáveis.
- 14) Premidos por uma estrutura de capital deficiente frente à nova realidade de mercado, os bancos reduzem seu portfólio,??? onde conseguem, expandindo a crise para setores que se encontravam saudáveis.
- 15) O ciclo de destruição de valor e desalavancagem obriga uma ação coordenada dos governos e, com isto, dissemina a ideia de um ambiente de negócios adverso, reforçando o comportamento defensivo dos agentes econômicos.

Mais especificamente, no caso Brasileiro, passamos incólumes por quase todo o processo, até com um certo benefício nas fases intermediárias, quando a busca por alternativas de investimentos que assegurassem bons retornos acabou por, transitoriamente, inflar o preço das *commodities* pelo direcionamento de recursos dos fundos para estes ativos. O Brasil, por ser um produtor e exportador de *commodities*, acabou experimentando uma fase de euforia, que só se encerrou quando a desalavancagem dos bancos internacionais sepultou de vez a ideia do descolamento, que até então propugnávamos.

Embora tardia, a virulência do contágio interno foi rápida e devastadora. A combinação de aumento de necessidade de recursos por força da diminuição da rolagem do financiamento internacional com desvalorização cambial que acompanhou a cobertura desta retirada de caixa em moeda forte para servir os pagamentos de obrigações externas, bem como o envio de recursos de empresas brasileiras para o socorro de suas matrizes, provocou um forte impacto sobre o processo produtivo.

O Sistema Financeiro Nacional, no seu núcleo, manteve-se saudável, dado o colchão de liquidez que políticas monetárias contracionistas criaram. Bastou que o Banco Central aliviasse os compulsórios e injetasse liquidez nas agências dos bancos brasileiros no exterior para que as pressões se dissipassem. Por outro lado, bancos que captaram mais agressivamente, através de investidores institucionais ou pelo acesso ao mercado internacional, enfrentaram maior dificuldade e, pressionados, reduziram a oferta de recursos em várias linhas de financiamento, especialmente as voltadas a financiamentos de longo prazo.

A combinação de perdas com câmbio e escassez de linhas de crédito provocou súbita deterioração financeira de algumas empresas, que, por sua vez, transbordaram pelo conjunto de partes relacionadas e correlatas. Indicadores precedentes sugerem que o grosso das perdas se materializou, e que os sobreviventes, pela diminuição da concorrência, têm o seu poder de barganha aumentado.

Qual será o efeito residual deste cenário sobre a organização produtiva e as perspectivas ainda é uma incógnita. De quedas acentuadas do PIB até crescimento da ordem de 2%, temos todo o tipo de prognóstico.

Independentemente do que o futuro nos reserva, tanto para nós brasileiros como para outras nações de forma geral, aprender com o que deu errado e atuar para robustecer os

instrumentos financeiros, suas instituições e veículos, e instilar confiança na comunidade de que aplicações e empréstimos financeiros são excelentes alternativas para a realocação de sobras de uns para necessidades de outros, é um imperativo que pede um posicionamento de entidades como a ANDIMA, uma associação plural e genuinamente comprometida com o fomento de ideias e debates que levem ao aprimoramento e perenidade dos mercados financeiros e de capitais.

Além da iniciativa deste Seminário, que pretende esmiuçar conceitos e ampliar o horizonte de conhecimento e entendimento, a ANDIMA se envolveu em várias ações de melhoria do ambiente de negócios e da segurança e confiabilidade do mercado. Passo a citar algumas de nossas realizações:

- 1) Aprimoramento da marcação a mercado – Além de aumentarmos o número de ativos de que divulgamos preço, investimos no desenvolvimento de metodologia de fixação de túneis de preço para determinados ativos. Sem falsa modéstia, a tecnologia, consistência e utilidade da marcação a mercado que realizamos têm despertado interesse de vários países, que, por força da desarticulação de mercado, perderam suas referências de preço, com evidentes impactos negativos sobre a razoabilidade de seus demonstrativos de performance e risco.
- 2) Produção e disseminação de códigos operacionais e de conduta para a comercialização de CCB e, em fase final de produção, procedimentos a serem observados na venda de derivativos de balcão a agentes não-financeiros.
- 3) Oferecimento de vários cursos e treinamentos voltados à melhoria técnica das pessoas envolvidas em negociações de produtos financeiros, tanto simples quanto complexos.
- 4) Formulação e divulgação de cartilhas explicativas, versando sobre novos produtos financeiros.
- 5) Produção de índices e *benchmarks* que permitem a avaliação de performance de carteiras de forma bem mais precisa em relação à política de investimento adotada.
- 6) Ampla cobertura e divulgação de agregados financeiros e indicadores econômicos, facilitando a análise de tendências e projeção de cenários.

Em relação à crise financeira atual, em conjunto com a Cetip, estamos estudando a criação de uma central de informações relativa à exposição em derivativos de balcão de clientes significativos, colaborando, desta forma, para a melhor percepção de risco pelo conjunto de partes interessadas.

Ainda neste sentido, na condição de entidade autorreguladora e no exercício de nossas funções associativas, pretendemos debater com os reguladores formas de prevenir eventos indesejados, como os agora verificados. Ressalvando que esta é uma matéria ainda não sedimentada, proponho uma agenda de debates que discuta os seguintes problemas do arcabouço atual:

- 1) Perfil pró-cíclico do modelo de intermediação atual – Nas fases de expansão, criamos impulso para um crescimento retroalimentado pela própria geração de resultados, decorrentes da valorização dos ativos, assim como nas fases de retração operamos no sentido inverso.

- 2) Contaminação cruzada – A fragilização de um segmento de atividade acaba por contaminar outros segmentos explorados pela entidade afetada pela perda, levando a um processo combinado de deterioração com implicações substancialmente maiores do que o infortúnio específico.
- 3) Mecanismos coletivos de auxílio de liquidez – O mecanismo atual de assistência de liquidez através de redesconto junto à Autoridade Monetária mostrou-se pouco eficaz no socorro de crises oriundas do mercado de capitais. A falta de um instrumento coletivo aumenta requisitos individuais por parte dos agentes. A razoabilidade do aparato de segurança das firmas singulares é de difícil avaliação quanto à sua adequação e eficácia em situações anômalas.
- 4) Moral Hazard ou disciplina de mercado – A crise atual reforçou a ideia de que firmas sistemicamente importantes são inquebráveis, o que obviamente relaxa o controle crítico do seu público investidor e favorece o comportamento agressivo e oligopolizante dos agentes de grande porte.
- 5) Aparato necessário para a comercialização de instrumentos financeiros complexos – A engenharia financeira atual exige um grau de conhecimento inatingível pelo detentor de recursos. Da mesma forma, a colocação de produtos em investidores despreparados para avaliar a adequação do produto à suas necessidades jurídicas expõe o vendedor do produto a questionamentos futuros. Assim como em outros ramos de alta complexidade, profissionais liberais sob adequada supervisão e monitoramento podem ser a solução no aconselhamento isento de investidores pouco qualificados.
- 6) Contabilidade com base em valor justo. O valor inferido a partir do preço apresenta oscilações expressivas, sem substrato econômico aparente. Volatilidade de resultados, especialmente prejuízos decorrentes da devolução de ganhos do passado, passa uma percepção de risco exagerada.

Como se vê, temas não nos faltam. A continuidade deste Seminário certamente acrescentará ainda mais pontos a esta agenda, vamos ouvir e refletir com atenção o que os nossos panelistas nos trazem no dia de hoje. Bom Seminário a todos e contêm com a ANDIMA para dar voz e substância às suas ideias e proposições, esta é uma casa a serviço de vocês. A força das ideias nasce da combinação da reflexão de todos. Mais uma vez, muito obrigado e sucesso a todos.