



07/23 (P)

Texto preparado

## **Crescimento Econômico e Desenvolvimento dos Mercados Financeiros: O Fortalecimento da Integração**

Discurso de Rodrigo de Rato,  
Diretor-Geral do Fundo Monetário Internacional,  
durante o 3º Congresso Internacional de Derivativos e Mercado Financeiro  
Campos do Jordão, Brasil, 22 de agosto de 2007

1. Primeiramente, gostaria de agradecer o convite de Manoel Felix Cintra Neto para comparecer a esse evento e a gentil apresentação de Henrique Meirelles.
2. Meu tema esta noite é a importância, para as economias emergentes, do desenvolvimento de mercados financeiros robustos, amplos e maduros. À primeira vista, essa ênfase no desenvolvimento dos mercados financeiros pode parecer um tanto estranha neste momento. O mundo todo observa com grande preocupação a recente turbulência nos mercados de crédito. O Fundo, aliás, havia alertado para esses riscos nos últimos meses, tais como os associados ao *carry trade*, às fusões e à complacência em relação ao risco de crédito. Nas últimas semanas, vimos os problemas no mercado de crédito imobiliário de alto risco dos Estados Unidos repercutirem nos mercados globais de capitais, exigindo a intervenção maciça dos bancos centrais nos Estados Unidos, na Europa e na Ásia para injetar liquidez.
3. Esse episódio de turbulência constitui a primeira prova de fogo para os mercados de financiamento estruturado e derivativos de crédito, e para os instrumentos complexos transacionados nesses mercados. Cumpre assinalar, antes de mais nada, que esses mercados, cujo crescimento nos últimos anos foi vertiginoso, trouxeram muitos benefícios. Ao permitir aos agentes do mercado a maior diversificação dos riscos, fizeram baixar os custos do crédito em todo o mundo; com isso, um segmento mais amplo da população passou a ter acesso ao financiamento, dando um impulso importante ao crescimento global.

4. Todavia, parece que alguns agentes subestimaram os riscos relacionados à liquidez e à precificação desses instrumentos complexos. A crescente preocupação com a situação de várias instituições financeiras expostas a esses riscos teve um impacto significativo sobre a liquidez dos mercados interbancários. Felizmente, diversos bancos centrais no mundo todo reagiram prontamente com injeções significativas de liquidez, visando restabelecer as condições normais do mercado. Todavia, o futuro ainda reserva grandes incertezas quanto às implicações da atual compressão para os mercados financeiros e para as perspectivas mais amplas para a economia real.

5. Do ponto de vista do Fundo Monetário Internacional, gostaria de fazer três observações sobre os acontecimentos recentes e suas implicações. Primeiro, nossa expectativa, por ora, ainda é de que a economia mundial mantenha seu bom desempenho, mesmo diante da recente turbulência no mercado financeiro. Segundo, embora os acontecimentos recentes tenham posto em relevo alguns dos riscos que acompanham as inovações em instrumentos financeiros, acreditamos que essas inovações oferecem uma contribuição essencial ao crescimento rápido e sustentado tanto das economias avançadas quanto das economias de mercado emergentes. Terceiro, os mercados financeiros continuam a ser o caminho mais seguro para o crescimento e a estabilidade, desde que sejam transparentes e bem regulados, e sejam tomadas as medidas necessárias para proteger os consumidores e investidores. Passo agora a abordar cada um desses tópicos.

#### Fundamentos e mercados globais

6. Os fundamentos econômicos continuam sólidos, tanto nas grandes economias industrializadas quanto nas principais economias emergentes, tais como o Brasil. Nossas mais recentes projeções apontam para um crescimento global sustentado em 2007 e 2008, em torno de 5%, impulsionado pelos principais mercados emergentes. Em relação ao que se esperava há alguns meses, porém, a balança de riscos parece agora pender para o lado das previsões negativas, o que reflete o impacto da recente turbulência nos mercados financeiros. Esses riscos exigem um acompanhamento rigoroso.

7. O principal risco é de que a evolução dos mercados financeiros afete a economia real através do declínio dos preços dos ativos, do aperto das condições financeiras com a reestruturação dos preços dos riscos e da perda de confiança. Nessas circunstâncias, o maior temor seria uma queda no consumo nos Estados Unidos, que produziria efeitos secundários no resto do mundo. Contudo, na medida em que as condições financeiras se normalizem, acreditamos que esses riscos

provavelmente serão mitigados, uma vez que a maioria das empresas permanecem altamente lucrativas e as finanças domésticas continuam a encontrar respaldo no forte crescimento do emprego. Assim, a previsão é de que a economia americana continue a crescer a um ritmo moderado este ano.

8. Notamos, ademais, que a expansão mundial não depende exclusivamente do consumo nos Estados Unidos. Apesar da ligeira desaceleração no segundo trimestre, a expectativa para a zona do euro e para o Japão é de crescimento a um ritmo constante, próximo de 2,5%. Os principais mercados emergentes, como a China e a Índia, registrarão taxas de crescimento ao redor de dois dígitos, aumentando assim a sua participação no crescimento global. Aliás, a China será um dos principais propulsores do crescimento mundial este ano. Vários mercados emergentes importantes apresentam fundamentos econômicos sólidos, como superávits em transações correntes e níveis mais baixos de endividamento. A flexibilização dos regimes cambiais e a capacidade de emitir dívida em moeda nacional minimizaram duas fontes de vulnerabilidade, em comparação a episódios anteriores de tensão nos mercados financeiros. Há evidências claras disso no momento.

9. O que observamos até agora nos mercados financeiros é uma reavaliação dos riscos. Trata-se de uma reação natural — especialmente ao fim de um período prolongado de considerável exuberância nos mercados de crédito — e, a longo prazo, essa reavaliação traz benefícios à estabilidade financeira. Isso não significa que os ajustes dos mercados não representem riscos a médio prazo. As dificuldades no mercado americano de crédito hipotecário de alto risco podem causar novos dissabores aos seus mutuários e credores quando as hipotecas com juros variáveis forem reajustadas no decorrer deste ano e do próximo. Nos mercados fora dos Estados Unidos, vieram à tona recentemente alguns problemas relacionados à exposição a riscos nos mercados de crédito americanos. O apoio à liquidez proporcionado pelas autoridades monetárias de diversos países foi uma reação correta a uma perda de confiança temporária e injustificada nos mercados monetários, ligada às incertezas quanto à extensão e à alocação das perdas com os créditos. Acreditamos que as condições de liquidez voltarão ao normal tão logo diminuam os problemas de informação e a transparência aumente. Embora ainda seja cedo demais para fazer uma estimativa do impacto final desse episódio de turbulência financeira sobre o crescimento real da economia, o efeito de uma moderação do crescimento global sobre os fundamentos da economia mundial seria pequeno.

## Desenvolvimento e crescimento dos mercados financeiros

10. Os fatos das últimas semanas não enfraquecem os argumentos a favor do desenvolvimento e da integração dos mercados financeiros. As dúvidas quanto à qualidade do crédito ocasionaram correções drásticas nos preços dos mercados de ativos relacionados ao crédito. O que vemos, na verdade, é um teste dos novos mercados e instrumentos em condições menos flexíveis do que as prevalecentes nos últimos anos. Todavia, a contenção dos efeitos secundários sobre os mercados não creditícios — tais como os de câmbio e de ações — tem sido relativamente fácil até agora, graças, em parte, aos sólidos fundamentos nos mercados mais desenvolvidos e também nas economias emergentes. E a história mostra que mesmo quando os choques numa região se alastram a outros mercados, seus efeitos em geral são efêmeros, servindo às vezes como um alerta necessário para os investidores que estejam subestimando os riscos.

11. De fato, as vantagens da solidez dos mercados financeiros são bastante conhecidas. Esses mercados desempenham uma função crucial na mobilização da poupança e na sua alocação em investimentos produtivos. Além disso, o vigor dos mercados locais também pode proporcionar uma fonte mais estável de financiamento para os setores público e privado, isolando-os, em certa medida, da volatilidade dos fluxos de capitais globais. Vimos recentemente algumas aplicações práticas dos efeitos positivos da solidez dos mercados financeiros. Na última década, houve melhorias substanciais no desempenho dos mercados financeiros de diversos países industrializados, como os Estados Unidos e o Reino Unido, por meio do desenvolvimento de uma ampla variedade de produtos que aumentam a eficiência na alocação da poupança. Esse ritmo acelerado de desenvolvimento financeiro contribuiu para estimular o crescimento em ambos os países. Desde meados da década de 1990, por exemplo, o crescimento da produtividade nos Estados Unidos foi em média 1% ao ano maior que na zona do euro. E quase metade dessa cifra resulta de diferenças na produtividade do setor financeiro. De maneira análoga, diversos países latino-americanos fizeram bons progressos no desenvolvimento de seus mercados financeiros. Os fundos de pensão e fundos mútuos do Chile ajudaram a alongar os vencimentos e expandir os mercados financeiros. Tanto o Brasil quanto o Chile desenvolveram mercados de derivativos em moeda estrangeira que figuram entre os mais sofisticados e transparentes do mundo. Esses avanços estão contribuindo para consolidar a estabilidade e o crescimento econômico.

12. De fato, não é por acaso que os países — na América Latina e em outras partes do mundo — cujos mercados financeiros estão num estágio mais avançado de desenvolvimento encontram-se entre as economias mas bem-sucedidas (e vice-versa).

À medida que aumenta a credibilidade das políticas macroeconômicas, assim como a confiança no controle da inflação, aumenta a demanda por serviços financeiros. Com a expansão dos mercados financeiros, aumenta a disponibilidade do crédito, o que impulsiona o crescimento não inflacionário. E com a maior sofisticação dos mercados financeiros, e maior facilidade em administrar riscos e se proteger contra eles, as economias tornam-se mais capazes de gerir a volatilidade. Nesse contexto, cabe mencionar que o FMI concluiu recentemente um estudo sobre o que os países devem fazer para maximizar os ganhos da globalização financeira. Constatamos que os países com setores financeiros mais desenvolvidos, instituições mais sólidas, políticas macroeconômicas corretas e regimes comerciais mais abertos estão em melhores condições de colher os benefícios da globalização financeira e correm menos riscos de sofrer os efeitos da instabilidade trazida pela maior abertura aos fluxos de capitais globais.

A formação de mercados financeiros sólidos

13. O que os países de mercado emergentes devem fazer para promover o desenvolvimento do setor financeiro? A resposta é bem conhecida. Os governos devem instituir quadros regulatórios de aplicação clara e uniforme e exercer uma supervisão financeira rigorosa, enquanto reduzem os entraves jurídicos e regulatórios ao bom funcionamento desses mercados. São tarefas difíceis, mas a experiência de economias avançadas e de algumas economias emergentes aponta alguns caminhos a seguir e alguns erros a evitar.

14. Um dos grandes êxitos recentes das economias avançadas foi o desenvolvimento de mercados vibrantes de crédito imobiliário e ao consumidor. O que vemos agora é o lado negativo da avaliação precária dos riscos e dos excessos na concessão de empréstimos, mas não podemos esquecer os benefícios proporcionados pelo maior acesso ao crédito. A ampliação do acesso ao crédito criou oportunidades que jamais teriam surgido de outra forma. Nunca tantas pessoas tiveram condições de financiar um imóvel, comprar um carro ou abrir um negócio. A criação de novas oportunidades econômicas também possibilita a cada um distribuir melhor seu consumo ao longo da vida.

15. A América Latina, infelizmente, manteve-se em grande medida à margem desse processo. Apenas um terço da população adulta tem conta em instituições financeiras, em comparação a mais de três quartos da população dos países industrializados. Além disso, até o fim de 2005, o crédito pessoal na América Latina era, em média, 9% do PIB, contra taxas de 12% na Europa emergente, 27% na Ásia emergente e 58% do PIB nos mercados mais desenvolvidos.

16. Vemos claramente que a condição fundamental para o desenvolvimento de todos os mercados de crédito, inclusive o de crédito pessoal, é a estabilidade macroeconômica. Sabemos muito bem que os mercados de crédito não funcionarão a pleno vapor até que as incertezas sobre a inflação, as taxas de juros e a taxa de câmbio sejam reduzidas a níveis razoáveis. Há, porém, diversas medidas que podem ser tomadas no plano microeconômico e institucional para estimular os mercados de crédito pessoal e imobiliário. A região apresenta sinais positivos de avanços nesse sentido:

- Em diversos países, inclusive no Brasil, o crédito ao consumidor vem apresentando rápido crescimento, em grande medida como resultado de mudanças institucionais importantes que baixaram o risco de recuperação de empréstimos e ampliaram a variedade de canais de crédito.
- O esforço do Brasil em desenvolver tecnologias que permitam aos bancos formar parcerias com varejistas e outros pontos de venda também é um modelo bem-sucedido de como expandir o acesso aos serviços financeiros a novos clientes e a regiões menos populosas.
- O fluxo de remessas de trabalhadores para a América Latina representa uma oportunidade única para ampliar a rede de serviços financeiros e atender as necessidades de uma população tradicionalmente privada desse tipo de serviço. Já houve progressos nessa área, pois os bancos comerciais estão participando ativamente na busca de soluções para facilitar a transferência de remessas para a região.
- Outra lição evidente é que os governos não devem ceder à tentação de dirigir o crédito dos bancos comerciais ou intervir indevidamente na concepção dos produtos. Embora a experiência recente dos Estados Unidos ilustre que os reguladores devem exigir das instituições de crédito o provisionamento para as formas mais arriscadas de crédito, como as hipotecas com amortização negativa, é igualmente importante evitar políticas que imponham limites à capacidade dos intermediários financeiros de alocar o crédito com eficiência para as finalidades mais produtivas.
- É imprescindível contar com um quadro de supervisão sólido. As medidas de promoção do crédito devem estar atreladas ao fortalecimento da supervisão financeira, que precisa se manter atenta aos novos instrumentos e à possível manifestação de novos problemas com a evolução dos mercados.

- A concorrência entre as instituições também é importante. Por muitos anos, os bancos latino-americanos apresentaram margens de juros muito superiores às dos bancos de outras regiões. O aumento da concorrência ajudaria a reduzir essas margens, e várias medidas poderiam ser tomadas a esse respeito. A aprovação de regulamentos que facilitem a portabilidade do crédito e dos depósitos e a partilha de informações sobre os clientes poderia reduzir o poder de mercado que os bancos exercem sobre os consumidores e aumentar a transparência, o que traz benefícios aos consumidores. O Brasil já caminha nessa direção, e a experiência internacional, inclusive a de meu país, a Espanha, mostra os benefícios que esse tipo de medida pode trazer.
- A melhoria do ambiente jurídico é outro fator visivelmente favorável ao progresso. Os países podem, por exemplo, empreender reformas dos quadros jurídico e regulatório para remover obstáculos à securitização, execução de garantias, fornecimento e troca de informações de crédito e promoção das agências de classificação e avaliação de riscos de crédito.

17. Ao mesmo tempo, devem ser instituídas medidas de proteção dos investidores e tomadores. A regulamentação prudencial, baseada nas ferramentas convencionais de ponderação de riscos, suficiência de capital, classificação de empréstimos e constituição de provisões, é o mínimo que se pode exigir de um sistema saudável. A distribuição clara de responsabilidades regulatórias nesse sentido é fundamental. Um complemento útil à regulamentação pelas autoridades nacionais seriam os códigos de conduta elaborados pelas organizações bancárias e financeiras locais, sobretudo em países que apresentam falhas na legislação pública e no cumprimento das leis. Esses mecanismos provavelmente seriam de especial valia na regulamentação dos novos instrumentos e mercados.

18. As economias emergentes também se beneficiariam de melhores regras sobre a veracidade das informações prestadas pelas instituições financeiras e um maior grau de formação financeira. Também deve-se estimular a transparência na concessão de crédito. Isso significa fornecer aos consumidores informações que sejam pertinentes para as suas decisões e de uma forma que seja facilmente acessível — por exemplo, como um resumo descritivo em linguagem simples. Os governos e órgãos regulatórios devem prestar serviços de assessoramento financeiro de fácil acesso e, a mais longo prazo, desenvolver um projeto visando a educação financeira. A Espanha, por exemplo, vem utilizando a Internet com bastante sucesso para promover a educação financeira.

19. Outra área importante para o desenvolvimento são os mercados de ações e de títulos privados. Os governos e autoridades regulatórias podem tomar uma série de medidas para aumentar a oferta e a demanda desses títulos. O desenvolvimento de um mercado eficiente de dívida pública ajuda a estabelecer *benchmarks* de rentabilidade e proporciona uma infra-estrutura que pode ser aproveitada por outros mercados. Os governos também podem atenuar as restrições aos fundos de pensão — que constituem uma grande fonte potencial de demanda. O México, por exemplo, relaxou as regras que restringem as decisões de investimento dos fundos de previdência privada, enquanto outros países da região parecem estar em vias de flexibilizar os limites ao investimento dos fundos de pensão em títulos privados. Outras reformas úteis seriam o fortalecimento das normas de contabilidade, o incentivo à transparência e o esclarecimento e reforço dos direitos dos credores.

20. Os mercados de derivativos têm muito a contribuir para a gestão e diversificação dos riscos. Esses mercados estão ausentes de muitos países latino-americanos, enquanto em outros são superficiais e costumam apresentar um volume excessivo de posições, o que acentua o risco de correções drásticas. Nesse caso, também, o fortalecimento dos quadros jurídico e regulatório, bem como a melhoria das normas contábeis e das exigências de divulgação, pode elevar a confiança dos investidores e instituições financeiras no uso de derivativos. O Brasil, por exemplo, tem o maior mercado de derivativos da América Latina, e parte do seu êxito talvez se deva à sua transparência e boa administração. O Brasil é o único, tanto entre as economias emergentes quanto entre as avançadas, que exige a divulgação de informações sobre os mercados de derivativos de balcão. Por conseguinte, os supervisores contam com informações mais completas que em outros mercados. A experiência brasileira mostra que a divulgação de informações corretas e a transparência nos mercados de derivativos não é nem impossível nem excessivamente cara.

21. Em resumo, a minha mensagem é simples: os mercados financeiros estão se tornando cada vez mais importantes para o desenvolvimento econômico. A qualidade desses mercados é um dos principais determinantes da estabilidade econômica de um país e de sua prosperidade no cenário da globalização financeira. Governos, bancos centrais, reguladores e setor privado têm uma função a desempenhar na promoção de mercados financeiros sólidos, resistentes e inovadores. Eventos como este oferecem uma ótima oportunidade para a troca de idéias e a difusão das melhores práticas. Faço votos de que o diálogo travado nos próximos dias seja bastante proveitoso, e agradeço a todos a atenção.

22. Muito obrigado.