



**ROBERTO  
TEIXEIRA DA  
COSTA** é membro  
do Conselho  
Deliberativo do  
Instituto de Relações  
Internacionais da  
USP e autor de, entre  
outros, *Mercado  
de Capitais. Uma  
Trajetória de 50 Anos*  
(Imprensa Oficial).

ROBERTO TEIXEIRA DA COSTA

# Crise mundial e as instituições financeiras e do mercado de capitais



## RESUMO

O Brasil passou por profundas mudanças nos últimos quinze anos. Como consequência, o impacto da crise foi severo, mas foi menor em nossa economia do que nos países centrais. Com ênfase no sistema regulador para os mercados financeiros esperado para 2010, o trabalho foca as mudanças ocorridas no Brasil durante as últimas duas décadas e os principais desafios que o país terá que enfrentar para maximizar seu potencial de crescimento e acelerar seu desenvolvimento econômico e social. Ênfase especial é dedicada ao papel que os mercados financeiros e de capitais tiveram no Brasil, particularmente durante a crise de 2007-08 e o possível impacto nas reformas que estão sendo discutidas nos EUA e na Europa.

**Palavras-chave:** crise, sistema financeiro, sistema regulatório, reforma regulatória, remuneração, executivos.

## ABSTRACT

*Brazil has gone through profound changes in the last 15 years. As a consequence, the impact of the crisis in the country was severe but caused less impact in the economy than in central countries. With emphasis in the regulatory framework for the financial markets expected for 2010, the essay focus on what has changed in Brazil in the last two decades and the major challenges the country has to face in order to maximize its growth potential and to accelerate economic and social development. Special emphasis is dedicated to the role of financial and capital markets had played in Brazil, particularly during the crisis of 2007-08 and the possible impact on reforms being discussed in the US and in Europe.*

**Keywords:** crisis, financial system, regulatory system, regulatory reforms, remuneration, executives.



**N**ão há dúvida de que, sob os mais diferentes aspectos, a situação brasileira mostrou importantes avanços nos últimos quinze/vinte anos. Com um bom desempenho no quadro interno (inclusive na crise internacional), somos certamente mais respeitados como nação emergente. No entanto, não está claro como nos organizar para esse futuro. Estamos preparados para enfrentá-lo? Qual a missão a cumprir para alcançar novos padrões de desenvolvimento econômico e social? Qual o papel das instituições financeiras e do mercado de capitais?

Alguns esforços e exercícios foram feitos pelo governo em áreas específicas, mas não existe uma costura que possa reunir todas essas informações e definir um roteiro claro onde queremos chegar. Nesses exercícios, solitários na maior parte dos casos, elites do país não são convidadas de forma sistemática e organizada (o Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social – CDES –, talvez seja uma exceção e poderia desempenhar prioritariamente esse papel) a participar desse esforço de olhar o futuro e definir instrumentos de ação com a mobilização de diferentes segmentos da sociedade que nele possam participar, aportando suas visões e experiências.

O Ministério do Planejamento, apesar do nome, ocupa-se principalmente da questão orçamentária e do seu cumprimento.

A Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República (SAE) não tem divulgado, que se saiba, um projeto de visão de futuro que o país deva buscar. Por parte do setor privado, também não vemos que haja uma preocupação permanente em fazer esse tipo de exercício, e que estejam desvinculados das pressões do dia-a-dia.

Certamente, a sociedade brasileira está readquirindo seu amor-próprio e autoconfiança, porém ainda demonstra grande distanciamento de temas aos quais deveria prioritariamente focar e manifestar-se. Em algumas circunstâncias notamos claramente certa acomodação, como é a questão da corrupção e segurança, para citar dois exemplos.

Tenho tido a oportunidade de participar de alguns grupos, sejam eles constituídos como centro de excelência ou em alguns casos com forte inspiração ou participação governamental. No entanto, discute-se principalmente a conjuntura atual e não o futuro. O Instituto Nacional de Altos Estudos (Inae), que organiza o Fórum Nacional, talvez seja uma dessas exceções, assim como o Cebri, Ceal, Gacint, na área de política externa. Devo reconhecer que alguns sindicatos empresariais estão buscando maior participação na discussão das relações internacionais como são as diferentes federações da indústria e a CNI.

Antes de nos aprofundarmos no que considero o ponto crítico e desafios que nos aguardam, listo as grandes conquistas e mudanças registradas nos últimos quinze/vinte anos. Começaria pelo que me parece ser de maior relevância. Temos uma moeda. Sem ela, qualquer outro aspecto sobre objetivos alcançados e transformações ocorridas perderia completamente seu significado. Para uma geração na qual me incluo, livrar-nos da inflação endêmica e contar com uma moeda confiável foi realmente fator de transcendental importância. Sem moeda não poderíamos ter uma visão de longo prazo, o imediatismo continuaria prevalecendo e poucos se arriscariam a investir.

Convivemos durante um longo período com uma série de artificialismos para combater a inflação que ao longo do tempo

mostrou-se problemática. Eram remédios que não curavam, mantinham o paciente vivo, a custo de uma medicação dolorosa e que criava dependência, perpetuando a inflação. Portanto, ao final do século XX, estava evidente que os brasileiros haviam esgotado sua tolerância, e havia um consenso de que precisávamos recriar a confiança numa moeda. Essa percepção da sociedade, principalmente nas classes de menor renda, de que mecanismos artificiais não mais funcionavam, foi essencial para estimular e apoiar a busca de uma solução definitiva que veio com o Plano Real.

## CONQUISTAS E MUDANÇAS

*Lei da Responsabilidade Fiscal.* Certamente uma conquista fundamental para que as contas públicas não fossem uma das grandes responsáveis pelo descontrole monetário. Essa lei obrigou estados e municípios a uma ortodoxia fiscal.

*Contas públicas controladas.* A responsabilidade fiscal, o cumprimento da gestão orçamentária, uma moeda confiável e metas fiscais compreensíveis e que majoritariamente foram cumpridas trouxeram uma melhor reputação, consistente com um processo da boa administração da coisa pública. O orçamento passou a ser um efetivo instrumento de gestão no setor privado.

*Credibilidade externa.* Nos últimos cinquenta anos, vivemos períodos de certo exotismo (que país é este?), passando por uma fase de total descrédito (como administrar empresas num país onde a inflação é incontrolável?), decepção (o país tem as precondições, mas não se afirma), desbravamento (está na direção certa, mas falta ajustar os ponteiros) e finalmente uma fase de afirmação (confiabilidade devido à previsibilidade da moeda voltar a existir). O Estado passou de devedor internacional a credor, eliminando sua dívida em dólares, acumulando reservas e tornando-se credor do Fundo Monetário Internacional (FMI).

*Diminuição das disparidades da renda.* Apesar de ainda contarmos com uma grande desigualdade da renda, importantes progra-

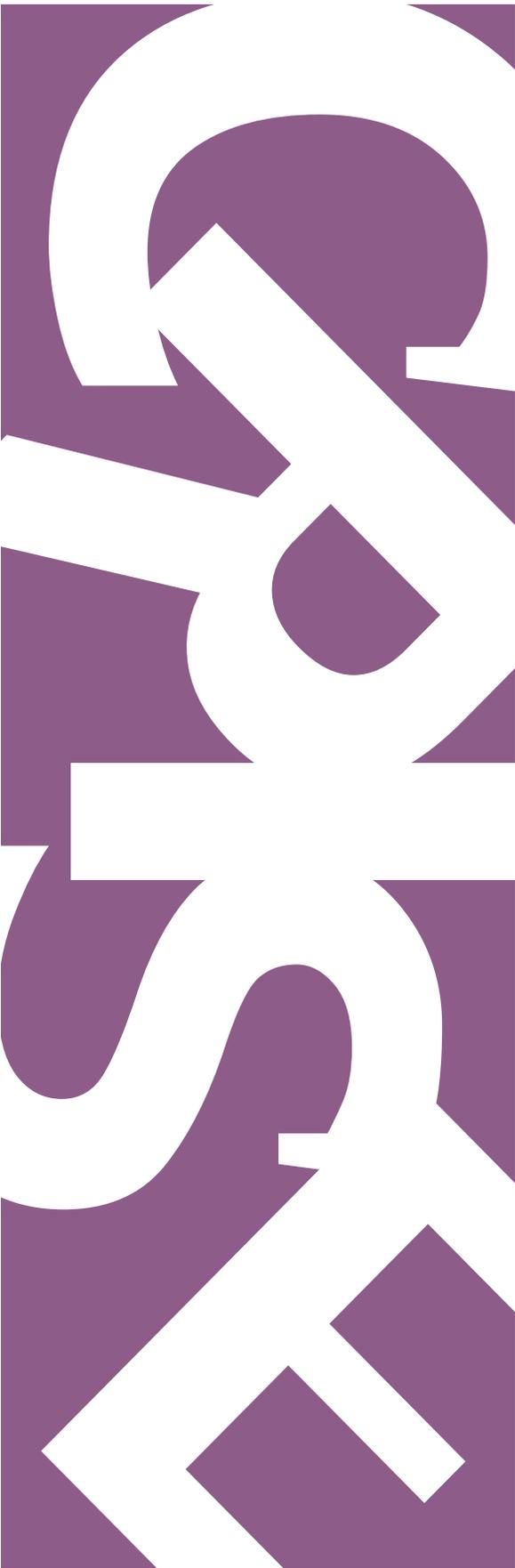
mas sociais foram implantados pelos dois últimos governos. Os resultados alcançados têm sido um importante fator para que as classes C e D passassem a participar mais ativamente da economia de mercado.

*Afirmação da classe média* como pilar importante para a economia interna. Estudos recentes indicam essa condição da classe média como importante elemento da sociedade brasileira, não só sob o aspecto econômico-financeiro, mas também no que se refere a seu posicionamento político e social. Recente pesquisa indica que São Paulo será um dos principais centros consumidores do mundo nos próximos quinze anos, com uma afluyente classe média.

*Maior visibilidade externa.* Não resta dúvida de que nos últimos quinze anos aumentou a consideração do Brasil como economia emergente. Dois presidentes com características diferenciadas conseguiram, cada um a seu modo, marcar maior presença do Brasil no exterior. Ressalto a criação do G-20, que representa importante presença do país nas discussões de temas globais. Hoje o Brasil é bem comentado externamente e tem sua posição ressaltada entre os países da América Latina, muito embora formalmente sua liderança nem sempre seja aceita. Como consequência, veio a atratividade do Brasil como polo de investimentos, mesmo em momentos mais difíceis.

*A crescente presença do Brasil no exterior,* associada aos efeitos da globalização e ao redimensionamento dos mercados, obrigou grandes empresas brasileiras a integrarem-se no mercado global, seja através de parcerias ou mesmo aquisições de empresas concorrentes. Isso continuará funcionando como um excelente estímulo ao aumento de competitividade de nossa indústria.

*A contribuição do mercado de capitais.* Como fonte alternativa de recursos para expansão da economia brasileira, o mercado mostrou seu potencial. Efetivamente a partir de 2004 até meados de 2008, quando a crise afetou a Bolsa e o sistema de crédito, o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil foi notável, não só para a vertente da participação acionária, mas também para



maior abertura de outros títulos de crédito, como recebíveis, mobiliários, etc. Houve uma forte retomada no último trimestre de 2009, com o mercado de novas emissões mostrando grande vitalidade.

*As taxas de juros* no Brasil, após longo período, e como consequência da queda da inflação, terminaram 2009 na casa de um dígito. O juro ao consumidor, apesar de ainda elevado, foi o menor desde 1995. O sistema financeiro brasileiro durante a crise financeira deu mostras de sua solidez e capacidade de enfrentar dificuldades, particularmente com a que eclodiu desde o final de 2007.

Apesar das críticas e das dificuldades que se apresentaram, particularmente pela desvalorização da moeda norte-americana, o *câmbio flutuante* foi um importante amortecedor durante alguns momentos críticos da conjuntura internacional. O fato é que o real é visto como moeda supervalorizada

No *mercado acionário* os progressos na governança corporativa, representada principalmente pela criação do novo mercado, mostram uma nova postura no relacionamento das empresas com seus acionistas. O Poder Judiciário tem marcado posições importantes mostrando alto grau de independência, apesar da sempre criticada morosidade da justiça.

Há um maior debate e conscientização dos males da *corrupção e da quebra de princípios éticos* no processo de gestão da coisa pública, como também na empresa privada. Quanto a esse aspecto, vale destacar o relevante papel da imprensa, denunciando e assim colaborando para processos mais transparentes. No entanto, há ainda um longo caminho para atingirmos um padrão de decência comparável à média dos países ocidentais.

Modernização e maior *competitividade da agroindústria brasileira*, responsável pelos saldos positivos em nossa balança de transações comerciais com o exterior. Como no resto do mundo, a *internet* vem rapidamente transformando a comunicação no Brasil. Novos instrumentos de comunicação digital têm sido rapidamente absorvidos por usuários brasileiros.

## PONTOS DE ESTRANGULAMENTO

Olhemos agora a parte crítica. Analisei os pontos de estrangulamento que me parecem de maior relevância. Ao final vamos nos deter no tema da regulamentação financeira e seu possível impacto sobre o nosso país.

*Insuficiente taxa de investimento.* Fica difícil imaginar um crescimento sustentado do Brasil com taxas que possam ter significado importante para acelerar as condições socioeconômicas do país, com os modestos 17% do PIB que hoje são a nossa realidade. O nosso país vem, como dissemos, conquistando espaço no mundo globalizado, mas certamente os gargalos estruturais limitam nosso crescimento. Seria exagerado pensar numa taxa de poupança asiática que, em alguns casos, supera 50% do PIB. No entanto, uma meta de 25% seria um progresso espetacular. A parceria público-privada é positiva e poderá trazer resultados. No entanto, preocupa-nos a voracidade do Estado em assumir posições anteriormente ocupadas pelo setor privado. A crise financeira criou as condições para um maior intervencionismo do Estado. O governo tem aumentado suas despesas de custeio em detrimento da despesa com investimento. O Estado é um poupador muito modesto. Sabemos e reconhecemos a importância de um Estado eficiente, mas a crise mundial deu o pretexto e precondições de o Estado ampliar o seu tamanho, reocupando espaços dos quais havia aberto mão. Um Estado redimensionado traz como consequência natural o aumento da carga tributária. Certamente, ela é hoje uma das maiores do mundo ocidental e certamente não dá a contrapartida esperada dos benefícios à sociedade. Basta ver os problemas crônicos das áreas da saúde, educação, segurança interna e saneamento, para citar situações mais conhecidas.

*O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC)* se insere nos objetivos de efetivamente garantir a sustentabilidade



no processo de desenvolvimento, atacando basicamente os pontos de estrangulamento. Nesse aspecto, também são contemplados investimentos de natureza social, que, se efetivamente realizados, poderão mitigar os efeitos da desigualdade. Porém existe uma opinião quase generalizada de que sua execução está muito aquém das expectativas, apesar das manifestações em contrário de órgãos do governo. Há aspectos ligados a burocracia, controles ambientais e inadequada apresentação de contas aos órgãos fiscalizadores.

*Melhorar a competitividade do Brasil.* O país ganhou oito posições no *ranking* do World Economic Forum. Estamos em 56º lugar numa relação de 133 países. Portanto, é bastante óbvio que, apesar do progresso, estamos muitíssimo longe de uma posição competitiva. E, entre os muitos aspectos, estão a complexidade do sistema tributário, a burocracia, a corrupção, a segurança interna, etc. Enfim, o chamado “custo Brasil” impede, além de outras implicações, ampliar as exportações com produtos de maior valor agregado.

*Economia do conhecimento.* Certamente o futuro nos reserva cada vez mais um espaço da maior relevância nesse campo. Para isso, no quesito tecnologia da informação (TI), o Brasil pode passar a ser um importante protagonista na economia mundial se realmente houver uma maior sintonia de busca de sinergias entre o setor público e o privado. Recentemente, algumas medidas de natureza fiscal já foram tomadas em tal direção, mas não serão suficientes para nos equipararmos, por exemplo, à Índia, que é sabidamente um grande exportador de TI. A questão de incentivar investimentos em intangíveis é relevante.

A *inovação*, que é fator fundamental, precisa ser cada vez mais e melhor estimulada. Cito ainda outros aspectos, como o tema da nanotecnologia e tudo o que esteja ligado a diminuir a poluição nas grandes cidades. Tempos atrás participei de uma reunião entre empresas de capital de risco e o núcleo de inovação da USP. Creio que iniciativas como essa, aproximando o setor privado das universidades, sejam de

fundamental importância. A experiência norte-americana é muito rica em histórias de sucesso. A economia do conhecimento é mais importante ainda para um país rico em recursos naturais, como é o Brasil.

*Economia verde.* Não resta dúvida de que mesmo aqueles mais recalcitrantes em questionar os efeitos da poluição atmosférica estão se rendendo a realidades evidentes. Um ciclo de crescimento sustentado só poderá acontecer privilegiando-se o desenvolvimento de uma economia verde não poluidora, com incentivos ao uso de energias renováveis, a novos processos produtivos e à busca de tecnologias limpas. A descoberta de petróleo na chamada área do pré-sal não deve colocar em segundo plano a energia limpa do etanol. Fomos os grandes promotores de etanol. O presidente identificou-se totalmente com a causa da energia limpa, e agimos contraditoriamente na ênfase que agora está sendo dada ao pré-sal. Os resultados de Copenhague, apesar de indicarem uma preocupação global muito maior do que em eventos anteriores, mostram ainda estarmos distantes de uma conscientização mundial dos problemas ambientais. Infelizmente, não foi possível encontrar um denominador comum entre países desenvolvidos e emergentes, deixando um gosto amargo após duas semanas de discussões. O Brasil marcou presença importante, mas devemos efetivamente buscar resultados palpáveis aqui do nosso lado.

*Educação.* Não há qualquer discordância quanto à relevância da educação quando se fala do futuro do país. Governantes e governados, empresas e indivíduos, todos estão absolutamente de acordo ser a educação prioridade nº 1. Não há dúvida de que muitos esforços vêm sendo empreendidos pelo setor público e privado, e em alguns projetos há total sintonia entre os dois, como é o caso do programa Todos pela Educação, entre outros. No entanto, os resultados até aqui alcançados estão muito longe de nos dar a tranquilidade e a garantia de que o desafio educacional será vencido no curto prazo. A educação não traz votos. Os investimentos do governante de hoje provavelmente não se traduzirão em benefícios durante seu mandato. Portanto,

deveriam de alguma maneira comprometer políticos eleitos a priorizarem educação no seu mandato, dando continuidade aos programas, sendo assim uma obrigação de qualquer que seja o presidente eleito, independente do seu partido.

*Reformas inacabadas.* Várias reformas vêm sendo discutidas intensamente nos últimos anos e sem resultados conclusivos. Como obtivemos bons resultados nos últimos anos para os analistas nacionais e do exterior, a necessidade de prosseguir nas reformas foi colocada de lado. O atual governo perdeu excelente oportunidade de colocar todo prestígio do presidente Lula em acelerar as reformas. Nesse campo estão a Reforma Política, a Reforma Previdenciária (inacabada) e a sempre fundamental Reforma no Sistema Tributário. Repetimos aqui uma vez mais a elevada carga tributária brasileira sem a contrapartida de benefícios para a sociedade, bem como sua complexidade (o IPI é uma aberração), que cria assim um forte estímulo à sonegação. Estimativas nem sempre confiáveis apontam que a sonegação, hoje, já se avizinha de 30% do PIB. Quanto à reforma trabalhista, não resta dúvida de que estamos convivendo com uma legislação vetusta e sem uma adequação ao mundo globalizado em que temos que concorrer. Para sermos competitivos precisamos ter legislação mais flexível e compatível com os nossos grandes produtores mundiais.

## REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO MUNDIAL

Vamos agora nos estender na questão crucial que é a do mercado de capitais e a reforma do sistema financeiro mundial.

*O mercado de capitais e as reformas dos mercados mundiais.* Passamos até agora bem pela crise, e nosso sistema financeiro deu provas de estar equipado para superar esse grande teste de “estresse”. No entanto, não devemos ficar tranquilos e achar que tudo que tinha que ser feito já foi realizado. Temos que, continuamente, nos ajustar às

novas realidades. Devemos nos antecipar aos novos marcos regulatórios mundiais para que não tenhamos que ser forçados a fazê-lo para acompanhar tendências. O contínuo fortalecimento dos órgãos reguladores é fundamental pelo desafio de enfrentar a criatividade nem sempre construtiva dos agentes financeiros. O incentivo ao fortalecimento da autorregulação não deve ser esquecido, como também programas de educação financeira. É preciso que os poupadores tenham a exata percepção dos produtos que lhes serão oferecidos e os riscos inerentes.

O comportamento dos mercados estará vinculado ao que vier a ser adotado com o redesenho para o novo sistema financeiro mundial. No entanto, em dezembro de 2009, algumas medidas foram anunciadas pelo CMN, ao decidir aumentar a transparência externa dos bancos instalados no país quando da contratação de derivativos, que terão que ser registrados em corretoras de compensação e liquidação como a Cetip. Evidentemente, a legislação e os regulamentos que se seguirão buscarão cobrir as deficiências atuais e as insuficiências claramente indicadas nos procedimentos autorregulatórios.

Obviamente, há que se coibir abusos, como também é preciso evitar que, de uma legislação considerada por muitos de excessiva liberalidade, passemos ao outro extremo, com regras que acabem por engessar os mercados. Na primeira fase foi essencial, em primeiro lugar, estancar a desconfiança que afetou o mercado bancário, principalmente nos EUA e na Europa. Não se pode afirmar que tenha sido superada, mas tudo indica que a fase crítica tenha passado, principalmente os momentos de pânico.

Cumprindo suas promessas, o presidente Barack Obama apresentou projeto com o título “A reforma regulatória financeira do século XXI”, a seguir detalhado em cinco capítulos diferentes:

- Regulação das entidades financeiras – criando o Financial Services Oversight Group, que coordenará a atuação das entidades reguladoras.

- Regulação dos mercados financeiros – propõe, entre outros temas, a regulação do mercado de balcão dos derivativos e de ativos lastreados em títulos, e transparência a todas as negociações envolvendo valores mobiliários.

- Regulação que melhor proteja consumidores e investidores – cria uma nova agência: Consumer Financial Protection Agency, uma espécie de Procon financeiro no jargão brasileiro, destinada aos investidores do mercado.

- Maiores e melhores instrumentos para o governo administrar crises – cria mecanismo que permite ao governo assumir e desentender instituições financeiras em processo de falência. Parte da preocupação de que tem de haver uma análise sistêmica e não individualizada por instituições.

- Propõe medidas na esfera internacional (a que mais diretamente nos atinge) – recomenda que os reguladores internacionais fortaleçam a sua definição de capital regulatório, com o objetivo de aumentar a qualidade, a quantidade e a consistência internacional do capital.

Os bancos deveriam seguir a recomendação do G-20 de acumular maiores reservas nos chamados bons tempos para protegê-los contra as quedas abruptas do ciclo econômico.

- Requer que as autoridades nacionais padronizem a supervisão dos derivativos de crédito e de mercado.

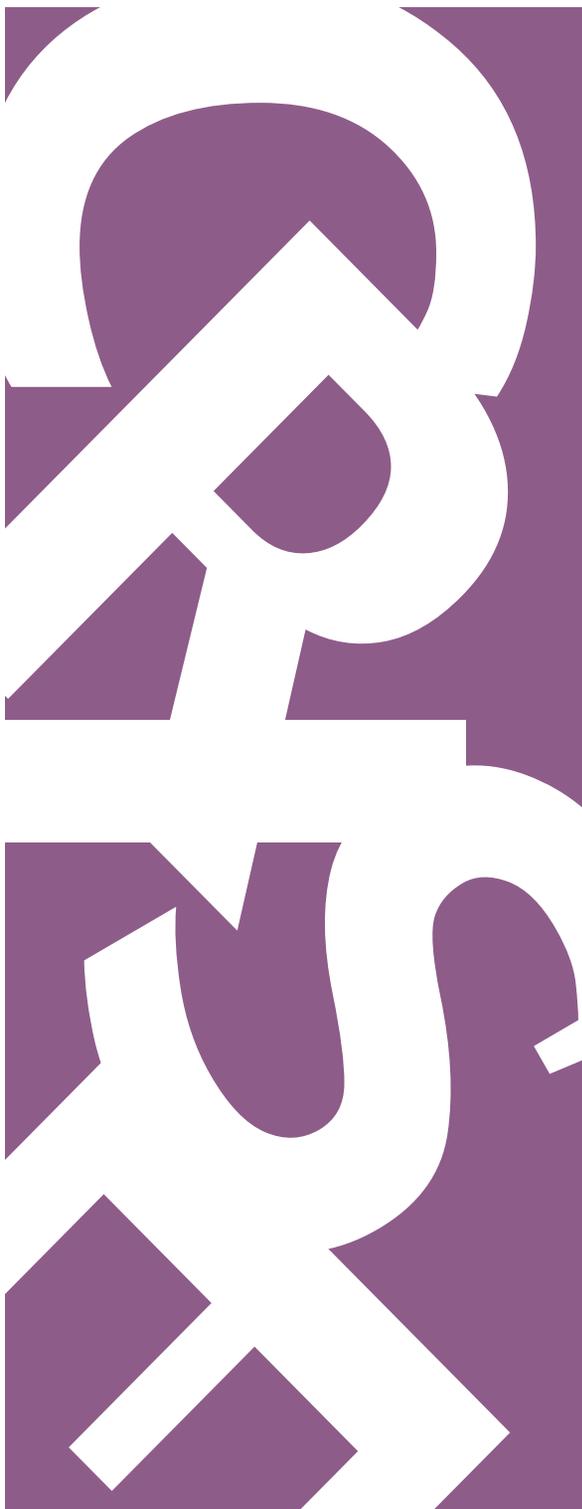
- Recomenda maior cooperação na supervisão de instituições financeiras globais internacionalizadas.

- Recomenda o fortalecimento do Financial Stability Board.

- E, finalmente, pede urgência que outros países acompanhem os Estados Unidos e submetam sistematicamente a regras mais restritas de supervisão, aumentem a regulação dos *hedge funds*, revejam práticas de compensação dos executivos e apertem as regras que governam as empresas de avaliação de risco.

Os dez pontos abaixo listados resumem esse conjunto de ideias:

- O Federal Reserve (FED, o banco central norte-americano) passa a supervisionar empresas financeiras que possam trazer riscos ao sistema financeiro. Isso inclui



empresas não bancárias, como as seguradoras.

- Cria um Conselho de Supervisão de Serviços Financeiros, presidido pelo secretário do Tesouro dos EUA, que identificará as empresas que devem ser reguladas pelo FED e coordenará os órgãos reguladores.
- Acaba com o Office of Thrift Supervision (escritório que fiscaliza as cadernetas de poupança no país) e cria o National Bank Supervisor, para regular bancos nacionais, inclusive filiais no exterior.
- Institui padrões de liquidez e capital mais rígidos. As instituições financeiras terão que fortalecer seu capital para absorver, por exemplo, eventuais perdas.
- Reduz a dependência dos agentes reguladores em relação às agências de classificação de risco.
- Aumenta a regulação sobre contratos de derivativos e estabelece a exigência para que os fundos de *hedge* se registrem junto a reguladores.
- Propõe uma agência de proteção ao consumidor de produtos financeiros, que passa a determinar padrões de contratos, clareza na hora da venda e procedimentos gerais com relação a produtos mais populares, como hipotecas e cartões de crédito.
- As instituições que participarem de securitização de dívidas (transformação de créditos a receber em títulos negociados no mercado) terão de ficar com 5% desses papéis.
- Aumenta a coordenação com outras autoridades reguladoras e bancos centrais de todo o mundo para evitar que um banco, por exemplo, fixe sua sede em algum paraíso fiscal ou mercado sem regulação a fim de não obedecer às regras de supervisão dos EUA.
- Autorização para desmembrar grandes empresas envolvidas em problemas de solvência, de modo a evitar que um problema em determinado setor de um banco (hipotecas podres, por exemplo) comprometa o conglomerado como um todo.

Como seria de esperar, algumas das medidas propostas receberam duras críticas dos gestores de instituições financeiras e dos defensores do livre mercado, provocando um debate intenso no Congresso norte-

americano, com republicanos mais conservadores e muito críticos sobre a crescente intervenção do Estado na economia. No geral, creio que a direção esteja acertada, e agora, como sempre, a discussão dos detalhes é fundamental. O ideal é buscar um sistema eficiente que, melhorando a regulação de mercado, não aumente a sua complexidade operacional.

A busca de convergência com as autoridades europeias também encontra obstáculos a superar. Em 19 de junho de 2009, ao final da reunião com os chefes de Estado e de governo da União Europeia, estabeleceu-se um novo modelo de regulação financeira, sobressaindo o Conselho Europeu de Risco Sistêmico (ESRC) e o Sistema Europeu de Supervisões Financeiras (ESEC). O conselho de risco irá analisar riscos para a estabilidade financeira, emitindo alertas e propondo recomendações. O sistema de supervisão terá poderes sobre autoridades nacionais de fiscalização de sistema, obrigando-as a uma legislação uniforme.

Outra iniciativa foi tomada em dezembro, com o Comitê de Basileia de Supervisão Bancária recomendando que os grandes bancos sejam obrigados a garantir um maior capital para resistir a eventuais turbulências. Os detalhes serão negociados até o final de 2012, no entanto, a maior parte das medidas somente quando (e se) a economia mundial estiver em expansão.

Outro tema polêmico está ligado à questão da remuneração dos executivos. O clamor maior é europeu, vindo particularmente da França e da Alemanha, muito embora o presidente Obama tenha também se manifestado a respeito. Não há dúvida de que mecanismos que incentivam a busca da rentabilidade a curto prazo para gerar benefícios aos executivos não são saudáveis. No entanto, é preciso olhar o incentivo como mecanismo positivo desde que, em sua formulação, sejam ponderados não só os ganhos de curto prazo mas também os benefícios de médio-longo prazo. Várias fórmulas existem e podem atender a esses objetivos.

O Reino Unido irá taxar os “bônus” dos executivos auferidos em 2009 em 50%. O governo americano mostrou-se favorável a

essa proposta. França e Alemanha deverão apoiar o projeto. O “czar” dos salários do presidente Obama estipulou que o pagamento dos executivos nas empresas que receberam ajuda federal não poderá exceder US\$ 500 mil anualmente. O restante poderá ser pago em ações, e metade dessas ações ficará retida por três anos.

Temos muitas barreiras a enfrentar, e é provável que as mudanças na regulação do sistema financeiro mundial irão tardar mais do que o inicialmente previsto. De qualquer forma, a Câmara dos Deputados norte-americana aprovou em 11 de dezembro de 2009, por 223 votos a favor e 202 contra, o pacote do presidente Obama que cria a Agência de Proteção Financeira ao Consumidor. Agora o projeto irá para o Senado, onde as dificuldades não serão menores.

Nosso sistema regulatório, que superou bem a tormenta, terá que buscar uma convergência com padrões mundiais, o que não aparenta ser, pelos resultados até aqui alcançados, uma missão tão espinhosa. Simultaneamente, é necessário estimular cada vez mais os agentes de mercado para fortalecer os mecanismos de autorregulação. Eles devem ser os maiores interessados no fortalecimento institucional do mercado e de seus investimentos. Campanhas e programas para implantar a educação financeira devem ser priorizados.

Para concluir, cabe sublinhar o contínuo fortalecimento do mercado de capitais. O Brasil distinguiu-se de outros países da região, durante os momentos de crise, ao preservar a estrutura básica do mercado. Malgrado momentos de dúvidas, aos brasileiros nunca faltou a confiança básica no futuro do país. Hoje, um número expressivo de empresas brasileiras alcançou a dimensão interna e externa, baseando-se na captação de recursos via mercado de capitais. Não devemos menosprezar a importância dos órgãos de fomento interno e externo, particularmente o BNDES, que ressaltou sua relevância nos momentos da crise financeira que atravessamos. No entanto, ao olhar o futuro, não consigo imaginar um

crescimento sustentável sem que o nosso mercado de capitais seja elemento crucial para as companhias crescerem estimulando as poupanças interna e externa a terem no mercado o seu canal de aplicação básica.

O BNDES continuará tendo a relevância que marcou historicamente a sua presença. No entanto, para alcançarmos um desenvolvimento compatível com as necessidades do país, não podemos ficar dependendo de uma ou poucas instituições oficiais de crédito por mais bem equipadas que estejam. O sistema financeiro nacional tem que estar preparado para essa função. Portanto, os instrumentos de mercado, bem como a bolsa de valores e as instituições ligadas à área de investimento têm que ter a consciência do seu papel nesse processo, no sentido de estarem sempre preocupadas numa sistemática de educação dos investidores, dando-lhes, em quantidade e qualidade, as informações que necessitam para tomar decisões racionais de investimento. Sabemos da relevância do capital estrangeiro, mas tenho a firme convicção de que caberá ao nosso mercado de capitais e sistema financeiro o papel principal de mobilizar recursos para o nosso desenvolvimento.

O novo *Plano Diretor para o Mercado de Capitais* para o Brasil, recentemente aprovado pelo IBMEC, é um bom roteiro a seguir. Ao focar principalmente na reforma do sistema financeiro mundial, quis dar ênfase à relevância desse projeto à luz do que aconteceu nos mercados com a maior crise econômica desde 1929. Nela o sistema financeiro teve grande responsabilidade.

Ao analisarmos a situação brasileira, focamos nos aspectos que nos pareceram os mais relevantes para entender a situação do nosso mercado financeiro e de capitais, tendo como pano de fundo fatores que explicaram seu desenvolvimento e, principalmente, aqueles que podem limitar seu crescimento e contribuição para vencermos os desafios que o futuro nos reserva.

Temos todos os ingredientes para olhar o futuro com confiança. O fundamental é que o governo e o setor privado encarem os desafios e trabalhem em conjunto para enfrentá-los e resolvê-los.