

Fundação Getulio Vargas
Escola de Administração de Empresas de São Paulo

PIBIC

Banco de Investimentos: A Reação Pós-Crise

Bancos Estrangeiros

Professor Orientador: William Eid Junior

Aluno bolsista: Vinícius Medice Nishide

2011

Sumário

1. Introdução	3
2. Justificativa da Pesquisa e Objetivos do Projeto.....	8
3. Referencial Teórico.....	9
4. Metodologia	21
5. Elaboração do Questionário.....	22
6. Funções e áreas de atuação dos bancos de investimentos.....	22
7. Resultados do Levantamento	24
7.1. Banco 1	24
7.2. Banco 2.....	26
7.3. Banco 3	27
8. Análise das entrevistas.....	28
9. Conclusões da Pesquisa	30
9.1. Comportamento do Investidor	30
9.2. O Desempenho dos Bancos de Investimentos Estrangeiros com atuação no Brasil ..	32
9.2.1. Estratégias.....	33
10. Bibliografia	35
Anexo I - Carta aos Bancos de Investimentos	37
Anexo II - Contexto a ser apresentado antes das entrevistas.....	38
Anexo III - Questionário.....	39

1. Introdução

O processo de recessão da economia dos Estados Unidos teve início em dezembro de 2007. A maneira encontrada pelo governo de conter a crise foi então aprovar pacotes de estímulos de ajuda às empresas e bancos em dificuldades financeiras. No dia 04 de novembro de 2008, foi eleito presidente dos Estados Unidos, Barack Obama. O novo presidente foi o responsável por aprovar na câmara e no senado os pacotes de estímulo à economia norte-americana.

Para entender o que gerou a crise financeira deve-se voltar a junho do ano de 2003, quando a taxa de juros norte-americana chegou a 1% ao ano, o que se deve ao fato de a economia dos Estados Unidos ter sido muito afetada pelo estouro da bolha das empresas da chamada Nova Economia, além dos atentados terroristas que marcaram o ano de 2001. Assim, como forma de buscar a recuperação do crescimento econômico, o Federal Reserve (Banco Central dos Estados Unidos) baixou a taxa básica de juros, o que levou ao reaquecimento da obtenção crédito e da economia, iniciando o que posteriormente se tornou o “boom” do mercado imobiliário.

O aquecimento do setor da construção civil decorrente da baixa taxa básica de juros fez com que empresas hipotecárias passassem a buscar os chamados clientes “subprime”, que por sua vez são clientes que trazem maiores riscos de inadimplência, mas que, no entanto, pela necessidade do empréstimo rápido aceitavam pagar juros mais altos. Os fundos bancários, devido ao retorno financeiro que essas dívidas proporcionavam, passaram então a se interessar pelos derivativos lastreados nessas hipotecas. Os bancos de investimentos, então, adquiriam os títulos hipotecários do grupo “subprime” e como um mecanismo de minimização de riscos, securitizavam esses ativos, os negociando no mercado financeiro. Contudo, a securitização indiscriminada desses derivativos, com fins especulativos, fez com que esse instrumento financeiro se tornasse uma das causas da crise.

A facilidade em se obter crédito, aliada ao aquecimento do mercado imobiliário, fizeram com que o preço dos imóveis sofresse grandes valorizações, de modo que o valor requisitado por esses imóveis fosse muito superior do que o valor que realmente valiam.

Com o decorrer do tempo, os juros voltaram a subir e em junho de 2004 alcançaram a taxa de 5,25% ao ano. O aumento da taxa básica de juros deixou muitos proprietários com sérias dificuldades em continuar pagando suas hipotecas, uma vez que as correções eram realizadas conforme o aumento da taxa de juros. Já no ano de 2006 a economia dos Estados Unidos começou a dar seus primeiros sinais de enfraquecimento e o aumento da inadimplência passou a ser cada vez maior. Devido a tal inadimplência, houve uma retração do crédito entre os bancos comerciais e os preços dos imóveis diminuíram decorrente da menor demanda, essa combinação de fatores levou a uma brusca desvalorização dos imóveis, muitos proprietários tinham uma dívida maior do que o valor de seu imóvel. Tal fato levou a uma maior inadimplência, pois passou a ser mais vantajoso, para os devedores, ter seus imóveis retomados pelos credores do que pagar suas dívidas.

As inadimplências que ocorreram devido ao aumento da taxa básica de juros, resultaram em uma crise de liquidez e retração de crédito em bancos comerciais. As instituições financeiras de investimento que revenderam ou possuíam os títulos “subprime” passaram a encontrar uma série de dificuldades, principalmente por causa do alto nível de alavancagem que mantinham.

Assim como ocorreu na grande maioria dos países do mundo, o Brasil também sentiu as conseqüências da crise do sistema bancário dos Estados Unidos, a exemplo das constantes quedas do índice da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa) - Ibovespa, a valorização do dólar, após agosto de 2008, e o aumento da dificuldade em se conseguir crédito internacional. Em notícia publicada pelo jornal “O Globo”, o economista Nathan Blanche, da consultoria Tendências, explica que a pior conseqüência da crise para o Brasil está na dificuldade em se conseguir crédito, no que tange ao médio e longo prazo de nossa economia. Devido à ocorrência de tal crise, há menos dinheiro no mercado, os empréstimos se tornaram mais difíceis e os bancos, principalmente comerciais, estão mais cautelosos quando o assunto é crédito. Em setembro de 2008 a dívida externa brasileira chegava ao patamar de US\$ 200 bilhões, a maior parte dessa dívida é proveniente de empresas privadas. Devido ao fato de que os juros se tornaram mais altos, muitas dessas empresas nacionais deixaram de procurar por dinheiro novo.

O problema em se conseguir crédito e a redução do nível de alavancagem, no Brasil, trouxe como principais conseqüências:

- Dificuldade de empresas e bancos nacionais em conseguirem empréstimos no exterior devido ao aumento das taxas de juros.
- Dificuldade de investimentos das empresas no mercado.
- Dificuldade de empresas estrangeiras que planejam fazer investimentos diretos no Brasil.

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) também passou por dificuldades, dentre elas as principais são:

- Sofreu sucessivas quedas nos primeiros nove meses do ano de 2008 e acumulou perdas na ordem de 25%.
- Queda dos lançamentos iniciais de ações das empresas (IPOs). Enquanto no ano de 2007, 64 empresas abriram capital na Bovespa, em 2008, até o mês de setembro, apenas 4 empresas realizaram o IPO.

Segundo a revista Veja, em matéria publicada no dia 16 de setembro de 2009, o então presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, cita que a crise no Brasil teve início, principalmente em setembro de 2008, quando ocorreu a quebra do banco Lehman Brothers, que provocou uma paralisação gradativa do sistema financeiro mundial. Com a quebra de tal banco ocorreram diminuições drásticas na concessão de financiamentos pelos bancos estrangeiros, o que afetou o Brasil pelo fato de que 19% da oferta de crédito era de origem externa. Dessa maneira, as empresas e os bancos nacionais não tinham mais o acesso ao crédito proveniente de capital estrangeiro, o que conseqüentemente trouxe uma crise de liquidez ao país.

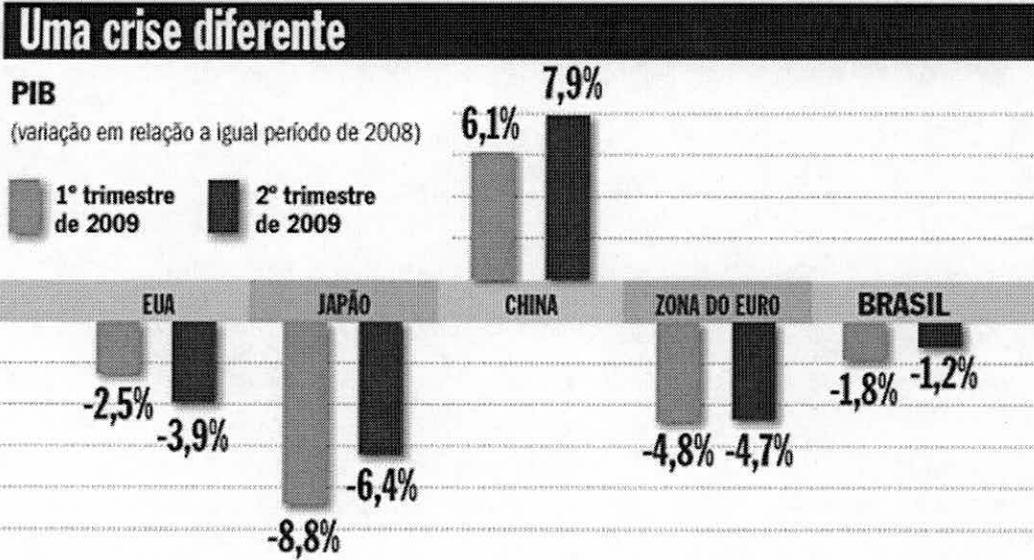
A fim de conter a crise no país, o Banco Central brasileiro optou por duas ações. Em primeiro lugar veio a liberação dos compulsórios retidos pelos bancos, em segundo a oferta de linhas de créditos em dólares para compensar a falta de dinheiro externo que afetava o Brasil. A partir daí, Henrique Meirelles afirma que a estratégia utilizada no

país foi bem sucedida e o crédito voltou a fluir a partir do mês de Novembro, sendo o Brasil um dos países menos afetados pela crise.

O fato de o Brasil ter sido um dos países menos afetados pela crise econômica é representado pela *figura 1*, extraída da revista Veja, edição 2.130, de 16 de setembro de 2009. Na primeira tabela da *figura 1* são analisadas as variações do Produto Interno Bruto dos Estados Unidos, Japão, China, Zona do Euro e Brasil do primeiro e segundo trimestre do ano de 2009 em relação à igual período de 2008. Nessa tabela é possível analisar que depois da China, o Brasil é o país que teve o PIB menos afetado pela crise com variações negativas de 1,8% no primeiro trimestre e 1,2% no segundo trimestre do ano de 2009.

Em segunda análise, referente à segunda tabela da mesma figura, os mesmos países são analisados quanto à variação da taxa de desemprego do ano de 2009 em relação ao mesmo período do ano de 2008. Nesse contexto, observa-se que apenas Brasil e China tiveram diminuição na taxa de desemprego, sendo que no Brasil tal taxa teve variação negativa de 0,1%, o que indica que a recessão foi passageira em território nacional e o desemprego diminuiu.

Figura 1. – Variação do PIB e da taxa de desemprego, no ano de 2009 em relação ao ano de 2008, nos Estados Unidos, Japão, China, Zona do Euro e Brasil.



Fonte: Economist

Desta vez, a recessão foi passageira no Brasil – e o desemprego diminuiu

Taxa de desemprego



Fonte: Revista Veja. Edição 2130. 16 de setembro de 2009.

2. Justificativa da Pesquisa e Objetivos do Projeto

Uma das instituições financeiras mais afetadas no Brasil pela crise financeira mundial recente foram os bancos de investimentos. A crise externa fez com que o mercado de ações esfriasse. A ameaça de que a crise internacional chegaria ao Brasil reduziu os créditos internacionais e os investimentos de tais bancos, seus investidores que, por vezes, necessitavam de empréstimos externos passaram a ter dificuldades em encontrar fontes de financiamentos, além de se tornarem mais cautelosos (diminuição dos níveis de alavancagem) devido à crise econômica. No entanto, faz-se necessário aferir que mesmo com tais dificuldades, esses bancos de investimentos atuantes no Brasil não foram tão afetados pela crise quanto os bancos de investimentos estrangeiros, principalmente os norte-americanos, diretamente envolvidos na crise econômica.

No momento precedente à crise, os grandes bancos de investimento norte-americanos e europeus passavam a direcionar suas estratégias também para mercados emergentes, entrando em grande parte desses países por meio de aquisições de pequenos bancos ou instituições financeiras. Essa estratégia pode ser analisada de acordo com os relatórios anuais de 2005 a 2007 desses bancos, como é o caso do Credit-Suisse, que ganhou um maior espaço no mercado brasileiro em 2007, quando adquiriu a Hedging-Griffo, uma empresa especializada em asset management e private banking. Países emergentes como o Brasil, chamavam a atenção dos grandes bancos estrangeiros, pois grandes fusões e aquisições entre empresas aconteciam nesses países e os seus altos potenciais de crescimento demandavam grandes investimentos.

Além disso, instituições financeiras orientam grandes investimentos com base em avaliações de agências de rating, como S&P, Moody's e Fitch. Contudo, no momento eufórico do mercado financeiro pré-crise, essas agências deram a muitos títulos formados por hipotecas de devedores duvidosos avaliações máximas (AAA) que prejudicaram diversas instituições. Dessa forma, a credibilidade dessas agências de ratings foi bastante afetada, o que pode gerar mudanças na gestão de risco de alguns bancos na pós-crise.

Portanto, este projeto tem como objetivo analisar como os bancos de investimento do Brasil se comportaram e estão se comportando após a crise econômica

mundial, principalmente no que tange à gestão de risco, de forma a analisar as estratégias presentes e futuras dos mesmos.

Desta forma, a pesquisa se baseia na seguinte questão: a recente crise econômica mundial alterou as estratégias até então adotadas pelos bancos de investimentos estrangeiros que atuam no Brasil? Qual a nova política de investimentos e gerenciamento de risco adotada por esses bancos e qual o impacto dessa nova política no campo em que atuam?

3. Referencial Teórico

Segundo o artigo publicado pela Revista Brasileira de Gestão de Negócios, em 2009 - Impacto da Crise do Subprime na Provisão do Risco de Crédito dos Maiores Bancos Nacionais - os bancos estão aprimorando seus serviços em função do desenvolvimento da sociedade, dessa forma ampliam a quantidade de concessão de créditos, uma vez que tal sociedade está à procura de melhores condições de vida o que impulsiona todos os setores da economia e provoca o desenvolvimento das instituições financeiras, já que para se obter tal melhoria nas condições de vida é necessário capital. (Filho, Kroenke e Sothe; 2009)

A economia mundial cresceu consideravelmente no período de 1980 a 2000, apesar das crises econômicas. Em 1987 ocorreu a crise conhecida como outubro negro, na qual o índice Dow Jones caiu 22\$, em 1997 ocorreu a crise da Ásia, em 1998 a crise da Rússia, em 1999 a crise no Brasil devido à desvalorização do Real e, em 2004, a crise da Argentina. Sendo que atualmente, se arrasta, desde 2007, a crise do subprime que se caracteriza pela supervalorização e posterior desvalorização dos imóveis nos Estados Unidos (BM&F..., 2008).

Do ponto de vista de Filho, Kroenke e Sothe (2009), “a crise do subprime, que se arrasta desde 2006, é caracterizada por significativas perdas nos financiamentos imobiliários, que conseqüentemente ameaçam o desenvolvimento das instituições financeiras, ou seja, a sua permanência no mercado”. Tais perdas, conforme os autores, estão relacionadas às inadimplências dos devedores norte-americanos no que concerne

aos pagamentos dos financiamentos obtidos através das instituições financeiras. Para Greenspan (2008), “a atual crise financeira dos Estados Unidos provavelmente será vista em retrospecto como a mais dolorosa depois da segunda guerra mundial (1939-1945)”.

Segundo Penin e Ferreira (2008, p.17), “no caso em questão, o crescimento da economia norte-americana após 2001 foi sustentado pelo aumento das hipotecas, validado por uma bolha no mercado imobiliário. Uma casa avaliada em US\$ 150 mil em 1997 passou a valer US\$ 250 mil em 2005, no auge do processo. Os valores de originação de hipotecas cresceram de US\$ 2 trilhões em 2002 para US\$ 3 trilhões em 2006, passando por um pico de US\$ 4 trilhões em 2004”.

Além disso, segundo Junior e Filho (2008), a crise do subprime foi um dos temas que mais se destacaram no cenário econômico internacional de 2007, uma vez que, no segundo semestre de tal ano, os mercados financeiros foram surpreendidos por notícias de que as perdas relacionadas ao financiamento imobiliário nos Estados Unidos eram muito elevadas, o que devido à sua concentração, ameaçava a saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimentos.

Segundo Filho, Kroenke e Sothe (2009), “As instituições financeiras concedem estes créditos mediante a apresentação de alguma garantia de pagamento para assim reduzir o risco de não receber o valor concedido. E, antes de conceder o empréstimo, os bancos avaliam a possibilidade de pagamentos de cada cliente, bem como seus bens e sua situação financeira.

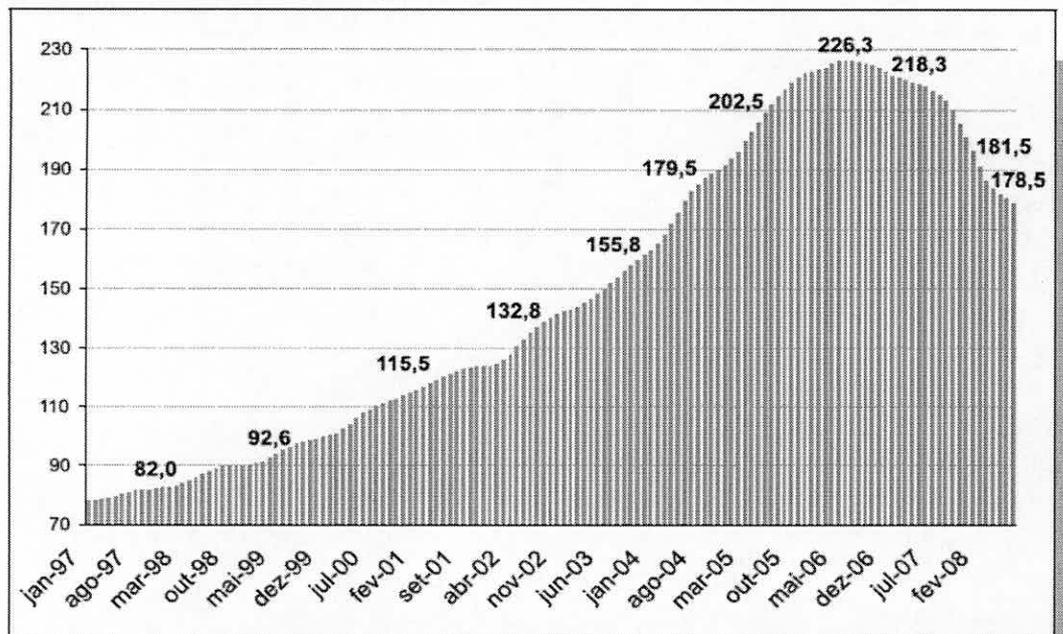
Tratando-se do risco de crédito pelo qual tais instituições financeiras passam ao concedê-lo, Crouhy, Galai e Mark (2004, p.34) citam que o risco de crédito “é o risco de que uma mudança na qualidade do crédito de uma contraparte afetará o valor da posição de um banco”, o que pode ser complementado por Toledo Filho, Kroenke e Sothe (2009), segundo os autores: “o risco de crédito ocorre quando se trata de um ativo concedido e a sua reposição poderá não ocorrer”.

No que tange à parte de quem concede o crédito, ou seja, as instituições financeiras, segundo Iudícibus, Martins e Gelbcke (2003, p.98) “as instituições

financeiras são as entidades que possuem maior exposição ao risco de crédito por causa de suas atividades operacionais”. Toledo Filho, Kroenke e Sothe (2009, p.252) escrevem que não se pode acreditar que as instituições financeiras não sofrerão perdas quando realizam financiamentos. Nesse sentido, Marshall (2002, p.386) destaca que “a gerência deve estabelecer provisões formais para suas perdas esperadas de maior porte. Não fazer isto equivale a pressupor que nenhuma dessas perdas ocorrerá”.

Entre 1997 e 2006, os preços dos imóveis se elevaram de forma continua nos EUA, chegando até a triplicar de valor, conforme é indicado no gráfico abaixo. Tal fato se deve ao aumento do crédito imobiliário americano ligado a taxas de juros relativamente baixas (em torno de 1%), as quais foram reduzidas após a bolha da internet e os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001, como forma de impulsionar o consumo do norte americano. (Junior e Filho, 2008)

GRÁFICO 1
Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008
 (Jan. 2000 = 100 – Dados até Agosto de 2008)



Fonte: S&P/Case-Shiller Home Price Índices.

Como consequência das condições favoráveis para o consumo impostas pelo Governo, entre 2001 e 2006, o mercado de hipotecas dos EUA movimentou, em média, US\$ 3 trilhões em novas operações, o que é explicado tanto pela forte ampliação da escala do mercado hipotecário norte-americano, com a incorporação de novos potenciais tomadores de financiamento imobiliário, quanto pelo crescimento vigoroso

do processo de securitização desses créditos. No entanto, muitos desses tomadores de empréstimos não tinham renda condizente com suas hipotecas, nem sequer documentação mínima necessária para a abertura do crédito imobiliário. Esses que não tinham condições de arcar com as parcelas de seus respectivos financiamentos são os chamados subprimes. (Junior e Filho, 2008)

Nesse contexto, ocorria a ampliação do processo de securitização desses créditos subprimes, de forma que, as instituições financeiras atuavam como originadores das operações ao concederem financiamentos imobiliários e como distribuidores do risco ao securitizarem tais créditos e vendê-los no mercado de capitais a investidores institucionais. Assim sendo, ao mesmo tempo em que as instituições financeiras de alavancavam, também havia a disseminação dos riscos em escala sistêmica. (Junior e Filho, 2008)

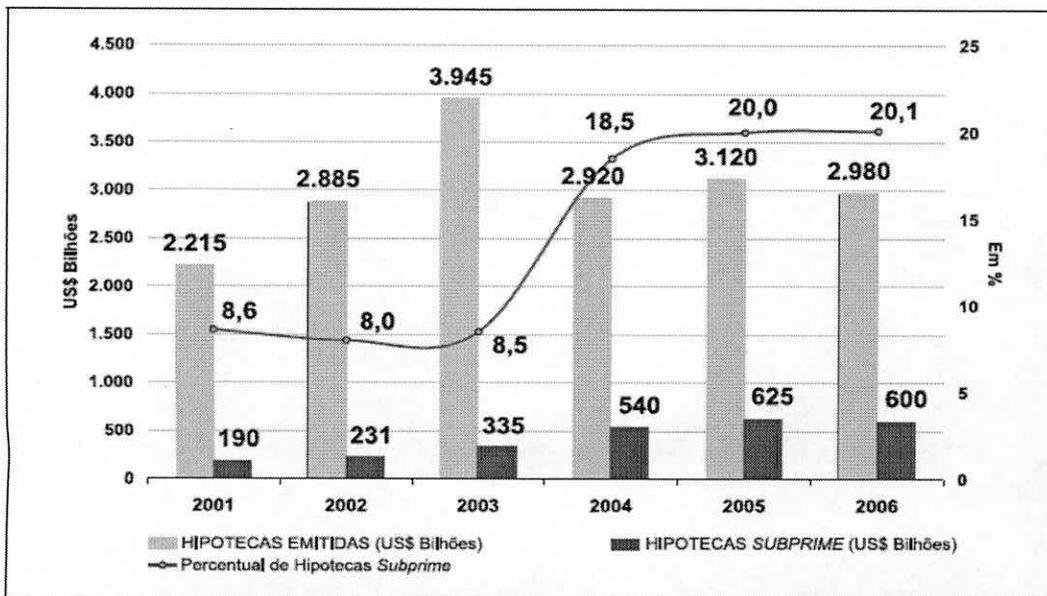
No momento posterior ao estouro da crise financeira do subprime muito se questionou sobre a validade dos acordos de Basileia, principalmente no que tange ao nível de alavancagem que os bancos atingiram. Sob o ponto de vista do Comitê de Basileia, responsável pela Supervisão Bancária “a fragilidade no sistema bancário de um país, seja em desenvolvimento ou desenvolvido, pode ameaçar a estabilidade financeira tanto do país quanto internacionalmente” (BCBS, 1997, p.1).

Em 1988 foi firmado o Acordo de Basiléia 1, sendo este o Acordo de Adequação de Capital da Basileia, o qual surgiu com o objetivo de padronizar as normas de supervisão bancária relacionadas ao Patrimônio Líquido, de modo a compatibilizá-lo com o grau de risco da estrutura de ativos de uma determinada instituição financeira. (Filho, Kroenke e Sothe; 2009)

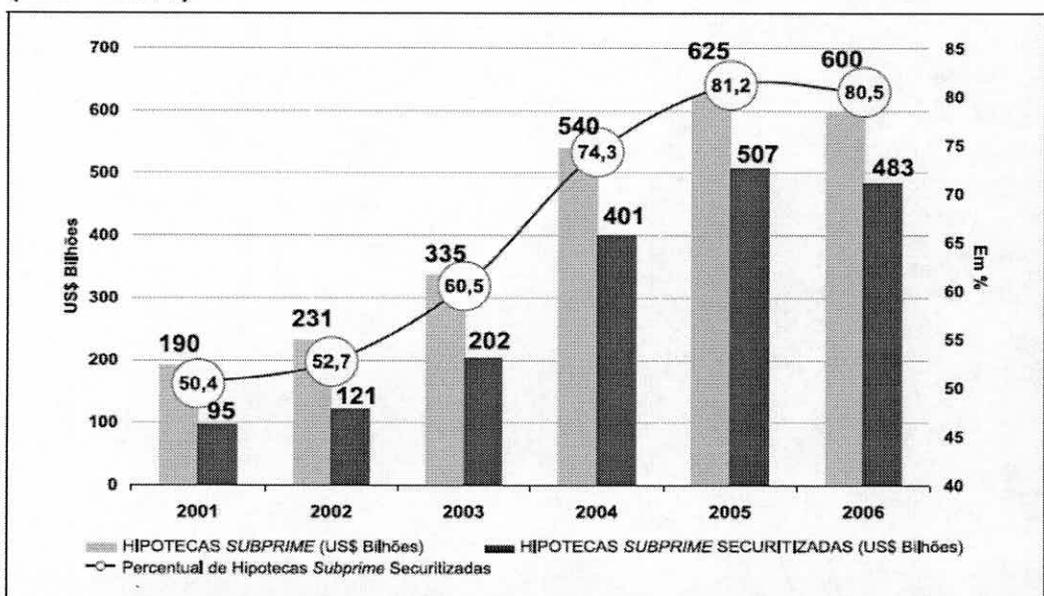
No ano de 2001, foi emitido um novo acordo denominado Novo Acordo de Capital de Basileia ou Basileia II que passou por um longo processo de discussão até ser emitido e foi estruturado sob três pilares. O Primeiro pilar refere-se ao Requerimento mínimo de capital, o qual diz respeito aos requisitos mínimos de capital dos bancos, tendo em vista os riscos de créditos assumidos. O segundo Pilar, por sua vez, refere-se à revisão do Órgão Supervisor e o terceiro Pilar, diz respeito à disciplina do mercado. (Filho, Kroenke e Sothe; 2009)

Os gráficos a seguir ilustram, respectivamente, a emissão total de novas hipotecas e participação das hipotecas subprime no período referente ao ano de 2001 a 2006 e a evolução do percentual de hipotecas subprime securitizadas, o que demonstra que das hipotecas subprime existentes no mercado, a maioria era securitizada.

Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas Subprime (2001–2006)



Evolução do Percentual de Hipotecas Subprime Securitizadas (2001–2006)



O crescimento do mercado de hipotecas e a securitização dos créditos subprime foram financiados, basicamente, pela obtenção de recursos com a venda de títulos no mercado de capitais por ação de agentes privados, tendo em vista que tais empréstimos não contavam com garantias do governo dos EUA. (Junior e Filho, 2008)

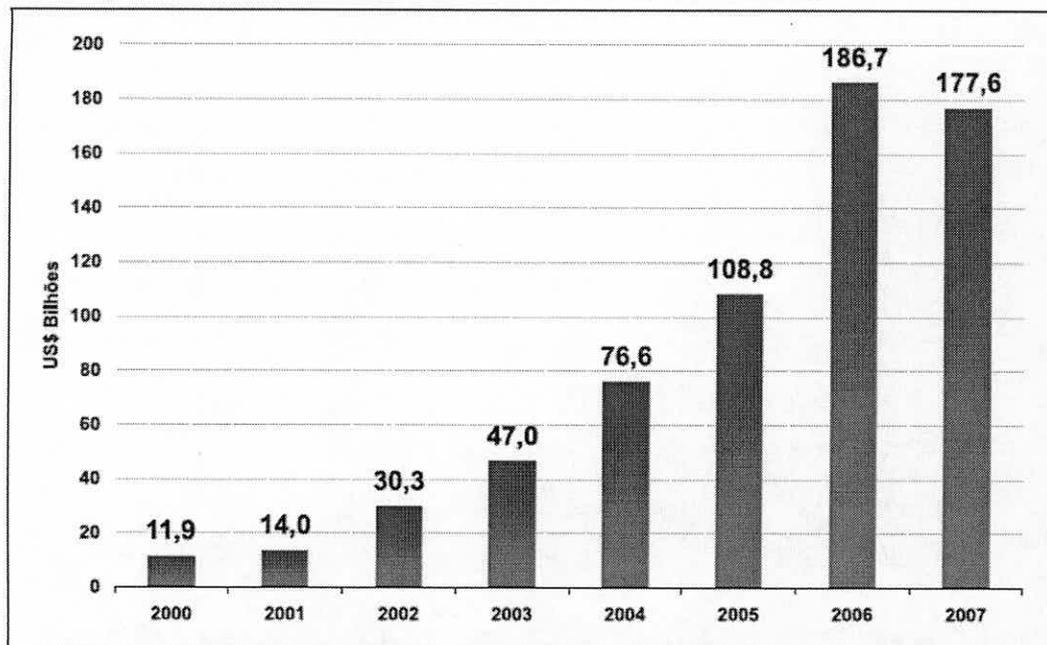
O processo tinha início com a transferência de diferentes contratos de hipotecas para um único fundo de investimentos (mortgage pool), o qual emitia cotas (tranches) de diferentes classes (AAA, AA, A, BBB, BB, B, Toxic Waste), assim, quanto menor o risco, menor o retorno, sendo que cada tranche e seu risco-retorno eram calculados pelas principais empresas classificadoras (rating), tais como Standard and Poor's, Moody's e Fitch. Nessa classificação a parcela do fundo que assumia as primeiras perdas devido a atrasos ou inadimplência de pagamentos era a classe Toxic Waste (lixo tóxico). No entanto, os detentores dessas cotas recebiam um retorno maior sobre o investimento realizado e serviam como amortecedores de risco para os demais investidores. Os prejuízos eram sempre repassados em ordem crescente das cotas mais baixas para as mais altas, assim sendo, os detentores da tranche sênior (AAA) só teriam prejuízo caso todas as demais cotas tivessem tido anteriormente. (Junior e Filho, 2008)

Para a colocação junto ao mercado de capitais, os bancos de investimentos dividiam essas cotas em três grupos, sendo que as de menor risco – AAA, AA, A – eram vendidas diretamente no mercado aos investidores. Ao passo em que as cotas de risco médio – B, BB – eram submetidas a um novo processo de transformação financeiro mediante o uso de derivativos de crédito, que melhoravam suas respectivas classificações de risco. (Junior e Filho, 2008)

No que tange às tranches de risco médio – BBB, BB, B – as mesmas eram transferidas a um fundo CDO - Collateralized Debt Obligation - (Obrigação de Dívida Colateralizada) junto com outros títulos de dívida, tais como: recebíveis de cartões de créditos, de financiamentos a automóveis, empréstimos estudantis, o que possibilitava a diluição do risco dos títulos BBB e classificações melhores para a carteira. Assim sendo, inúmeros papéis lastreados nas hipotecas subprime foram classificados como investment grade pelas agências internacionais de rating, o que levou à disseminação do risco de crédito das instituições financeiras originadoras para os mais diversos tipos de

investidores. Dessa forma, os bancos podiam captar recursos a um custo menor no mercado de capitais para financiar a parte “menos nobre” dos ativos lastreados nas hipotecas subprime. (Junior e Filho, 2008)

Evolução das Novas Emissões de CDO (2000–2007)



Fonte: IEDI (2008).

A fim de encontrar uma solução para a tranche de pior risco (toxic waste) foram criadas empresas de investimentos estruturados (SIVs), as quais tinham como finalidade emitir títulos de curto prazo lastreados nas hipotecas (asset backed commercial papers). Nos EUA, as SIVs eram usadas para remunerar aplicações de caixa de empresas, sendo que, no entanto, os ativos mantidos pelas SIVs eram de longo prazo, enquanto os commercial papers possuíam maturidade de curto prazo. Esse descompasso de prazos tornou necessário que as SIVs mantivessem programas permanentes de colocação e resgate de seus títulos no mercado, sendo que o toxic waste apresentava rentabilidade elevada devido ao alto retorno que o alto risco proporcionava aos investidores. Além disso, os bancos fundadores das SIVs estendiam linhas de crédito que lhes permitiam enfrentar dificuldades ocasionais de liquidez. (Junior e Filho, 2008)

Para Crouhy, Galai e Mark (2004, p.31), “durante muitos anos os bancos concentraram seus esforços na avaliação do risco de crédito. Agências de classificação,

como a Moody's e a Standard & Poor's eram contratadas para avaliar a qualidade de crédito de grandes empresas que solicitavam empréstimos”.

Segundo Lowenkron, os sofisticados sistemas financeiros e estruturas de proteção, somados à existência do imóvel como garantia caso houvesse inadimplências, fizeram com que os derivativos de crédito, conhecidos como CDOs, recebessem das principais agências de *ratings* classificações AAA, ou seja, eram classificados como títulos de baixo risco. Contudo, ainda segundo o autor, a metodologia de cálculo do risco aplicada por essas agências não dava a devida atenção ao que realmente determinava o risco financeiro que esses ativos englobavam: o risco de crédito dos consumidores norte-americanos (sub-prime) e o preço de suas casas.

O processo de transformação financeira – Fundos CDOs e SIVs – possibilitou que os bancos pudessem ampliar seus níveis de alavancagem e transferir seus riscos de crédito para os mercados de capitais e patrimônio dos investidores. (Junior e Filho, 2008)

O “leverage” (alavancagem), citado no parágrafo anterior, consiste na relação entre ativo e patrimônio líquido da instituição, de forma que, em uma expressão matemática o numerador é representado pelo “ativo”, ao passo que o denominador representado pelo “patrimônio líquido” (ASSAF, 2002). Os bancos de investimentos norte-americanos se utilizaram no momento antecedente à crise, de uma relação ativos/patrimônios líquidos de 25 vezes, sendo que nos bancos europeus essa mesma relação chegou a 30 e em grandes bancos internacionais a mais de 40 vezes (Moreira, 2009). O excesso de tal alavancagem, segundo Lowenkron, foi a principal causa da crise, uma vez que minou a solvência de alguns dos principais bancos americanos. Em dezembro de 2007, segundo o banco de investimentos Merrill Lynch, o seu índice de alavancagem chegou a 27,8 vezes, no caso do banco Lehman Brothers o mesmo índice chegou a 32,15 vezes.

Segundo Junior e Filho (2008), à medida que as taxas de juros de mercado nos EUA caíam e ao passo em que os preços dos imóveis continuavam a subir, as famílias que enfrentavam dificuldades financeiras passaram a liquidar o financiamento antigo através da aquisição de um novo empréstimo, isso em função dos reajustes das

hipotecas. Tal processo de trocas de hipotecas estava baseado no aumento dos preços dos imóveis e possibilitava que os agentes além de conseguirem resgatar dinheiro devido à realização da transação, também arcassem com as comissões que os intermediários financeiros cobravam pela negociação.

No entanto, quando a taxa básica de juros dos EUA passou de 1% a.a. em maio de 2004 para 5,25% a.a em 2007, essas possibilidades de refinanciamento para cobrir outro financiamento deixaram de ser atrativos e aos poucos deixaram de existir, isso ligado a uma queda dos preços dos imóveis, o que levou a ampliação dos inadimplementos e execuções. (Junior e Filho, 2008)

A instabilidade das afirmações do presidente do Federal Reserve (FED), Ben Bernanke, quanto ao efeito dos problemas no segmento subprime sobre o mercado imobiliário, levaram a uma redução de liquidez dos títulos de curto prazo (lastreados por ativos), nos EUA. Além disso, nos mercados interbancários, as taxas de juros começaram a subir, o que demonstrava que os grandes bancos estavam reticentes em realizar empréstimos entre si, o que levou os Bancos Centrais a intervir, de formas a injetar liquidez, a fim de que a crise não tomasse proporções sistêmicas. (Junior e Filho, 2008)

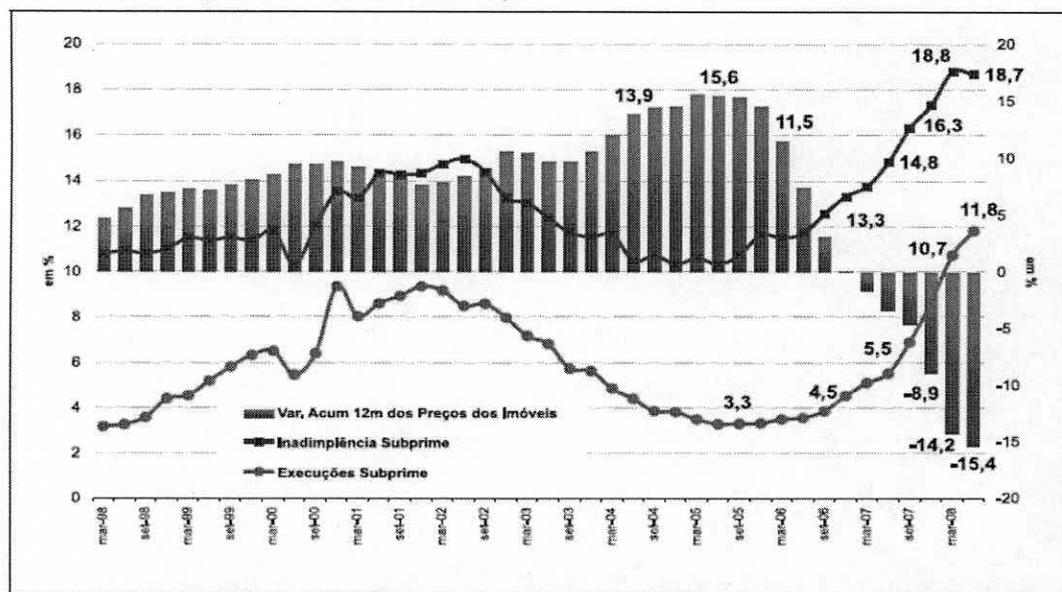
Após o auge de vendas de mais de 8,5 milhões de imóveis residenciais no quarto trimestre de 2005, o mercado iniciou uma trajetória de queda, sendo que um ano após o início de crise, no terceiro trimestre de 2008, houve uma queda global de 36,5% no período no que tange às vendas, sendo que essas vendas anualizadas atingiram 5,4 milhões de unidades no período citado. Com a queda da demanda, os preços das residências começaram a ceder a partir de 2007, o que tornou mais difícil renegociar as hipotecas subprime levando ao aumento das taxas de inadimplências e execuções de hipotecas. (Junior e Filho, 2008)

Um mecanismo conhecido como “walk away”, no qual a execução do imóvel constitui-se na forma de pagamento da hipoteca foi muito usado durante a crise do subprime, tendo em vista que à medida que o preço dos imóveis se tornava inferior ao valor da dívida, as taxas de inadimplência aumentavam. (Junior e Filho, 2008)

Os investidores passaram a se deparar com falta de informações claras sobre o tamanho e a responsabilidade das perdas em curso, o que os levou a resgatar suas aplicações em fundos imobiliários e a parar de renovar as aplicações em commercial papers lastreados em ativos emitidos pelas SIVs, o que teve como consequência a elevação de suas taxas de captação em relação à taxa básica de juros da economia, indicando problemas de liquidez a curto prazo no sistema financeiro americano. (Junior e Filho, 2008)

Até meados de outubro de 2008, os prejuízos trazidos a público decorrente da crise do subprime alcançavam cerca de US\$ 660 bilhões. O gráfico abaixo ilustra a variação dos preços dos imóveis e da inadimplência e execuções de hipotecas do segmento Subprime entre os anos 1998-2008:

Varição dos Preços dos Imóveis e da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento *Subprime* 1998-2008
(Dados até o Segundo Semestre de 2008)



Com a crise, os bancos foram obrigados a assumir uma parte dos créditos que haviam sido securitizados, o que levou ao aumento de seus ativos. Além do que, várias dessas instituições já haviam se comprometido com novos financiamentos, que esperavam colocar, posteriormente, junto ao mercado de capitais. No entanto, com o avanço da crise, os investidores desapareceram e os bancos tiveram que manter tais créditos em carteira. Devido a esse fato, as instituições financeiras foram obrigadas a honrar volumosos compromissos previamente assumidos, o que levou a intervenções

dos Bancos Centrais nos mercados, tanto nos EUA como na Europa. (Junior e Filho, 2008)

Nota-se que a participação dos títulos do Tesouro americano no total dos ativos do FED reduziu-se, entre agosto de 2007 e meados de outubro de 2008, de 87% para 26,6%, enquanto os créditos ao setor privado se ampliaram de 3% para 45%. Dessa forma, o FED aumentava a liquidez dos ativos dos bancos americanos mediante ampliação da liquidez do sistema. No entanto, todas essas medidas de liquidez não foram suficientes diante do pânico que tomou conta dos mercados a partir da queda do bando de investimento Lehman Brothers. Após tal episódio, o FED não apenas estendeu algumas de suas linhas de crédito para instituições não-depositárias, como também realizou a operação de salvamento da AIG, além de criar uma linha direta para a compra de commercial papers das empresas norte americanas. (Junior e Filho, 2008)

A intervenção do Governo Norte Americano para garantir as condições de liquidez de todo o mercado financeiro americano e sua ajuda financeira aos bancos de investimentos acabaram por afastar, temporariamente, as expectativas mais pessimistas sobre o andamento da crise, o que acalmou o mercado. No entanto, em julho de 2008, as agências privadas garantidas pelo governo dos Estados Unidos – Fannie Mae e Freddie Mac, foram também atingidas pelos problemas de liquidez, sendo que, em conjunto, essas duas agências administravam cerca de 40% do total do mercado de hipotecas – US\$ 5 trilhões - nos Estados Unidos, o que levou o Tesouro americano a ajudá-las, além de injetar liquidez no mercado da ordem de US\$200 bilhões. Porém, tais intervenções não foram recebidas com sucesso pelo mercado, o que levou o Governo a estatizá-las. Com a falência do Lehman Brothers em 2008 e a negativa do Governo em ajudá-lo, o pânico nos mercados globais se alastrou e teve como consequência a dificuldade dos bancos e empresas em conseguirem novos recursos e linhas de crédito de curto prazo. (Junior e Filho, 2008)

Após a quebra do Lehman Brothers, foi a vez da American Interregional Group (AIG) recorrer à ajuda do FED, necessitando de um empréstimo de US\$85 bilhões por necessidades de liquidez. Após os impactos que a falência do Lehman Brothers trouxe ao mercado, o Governo optou por assumir o controle da AIG de quase 80% das ações da seguradora, bem como o gerenciamento de seus negócios. (Junior e Filho, 2008)

A fim de sanear de vez seu sistema financeiro, o Tesouro americano preparou um pacote no valor de US\$ 700 bilhões para a compra dos ativos imobiliários ilíquidos (podres) dos bancos, o que representava uma forma alternativa de realizar novos aportes de capital nas instituições financeiras, além de criar alguma margem de manobra para os bancos, com a intenção de desobstruir os canais que estavam bloqueando os mercados de crédito. Ocorre que os mercados ao redor do mundo não responderam conforme esperava o Tesouro americano e as turbulências levaram a quedas recordes nas principais bolsas de valores do mundo. (Junior e Filho, 2008)

Em outubro de 2008, os principais Bancos Centrais do mundo realizaram, em conjunto, um corte de 0,5 ponto percentual em suas taxas básicas de juros, além de injeções amplas de liquidez nos mercados de crédito e garantias dos depósitos bancários. Assim, pelo menos aparentemente, essa ação global conteve a trajetória de deterioração das expectativas dos mercados. No entanto, ainda não se sabe de tais medidas poderão estabilizar o funcionamento do sistema financeiro internacional. (Junior e Filho, 2008)

Segundo Lacerda (2007), “os recentes solavancos no mercado financeiro internacional, oriundos da incerteza no mercado imobiliário norte-americano denotam a complexidade do quadro econômico mundial”.

Por fim, para Paul Walshe (2010), sem a reintegração controlada do mercado de créditos existe a possibilidade de grande parte da população ser excluída da posse de bens imobiliários no futuro. O mercado continua sua recuperação hesitante e deverá estar apto a oferecer produtos com segurança para as pessoas que não se qualificam para empréstimos “prime”, por isso a reintegração controlada do mercado de crédito se torna tão importante. Segundo o autor, o que precisa ser reajustado no mercado de créditos são: transparência, regulamentação e harmonização das regras de acesso a empréstimos para o consumidor.

4. Metodologia

A metodologia inicial adotada foi desdobrada, inicialmente, em buscar e analisar dados referentes ao comportamento dos bancos de investimentos brasileiros e estrangeiros anteriores ao período da crise econômica mundial (2007-2008), no qual foram analisados indicadores econômicos entre os anos de 2005 e 2007. Isso foi feito de forma a analisar e criar uma visão geral das estratégias dos bancos em um momento de alta prosperidade do mercado financeiro. Assim sendo, foram estudados indicadores econômicos que permitiram o desenvolvimento do questionário sempre com o acompanhamento do orientador.

Depois de feita essa análise referente à estratégia dos bancos no período de 2005 a 2007, foram analisadas as decisões dos mesmos no que tange o período de crise, ou seja, analisar quais foram as ações tomadas para reduzir os prejuízos e evitar falências, e suas conseqüências. Por fim, serão pesquisadas e analisadas as estratégias dos bancos de investimento para os próximos três anos, ou seja, do ano de 2009 a 2012, para assim, poder comparar dados dos períodos pré crise e pós crise.

A fim de atingir tal objetivo foram utilizados demonstrativos financeiros dos bancos de investimentos analisados, de forma a dar enfoque na comparação de indicadores como: provisão para riscos de crédito de curto e longo prazo, nível de alavancagem, liquidez e solvência, desde o período que antecedeu a crise até o período pós-crise, o que permitiu a observação do comportamento desses bancos frente aos efeitos da crise econômica mundial.

Além disso, o levantamento de dados se deu por entrevistas em profundidade com profissionais que atuam nesse mercado a fim de obter resultados sobre as estratégias adotadas no período da crise e analisar suas conseqüências para os bancos de investimento. Os dados foram analisados separadamente e em conjunto com as entrevistas anteriores.

5. Elaboração do Questionário

Para a realização do questionário a ser aplicado aos gestores dos bancos de investimentos internacionais que atuam no Brasil, a elaboração das perguntas seguiu uma linha de raciocínio que busca ao mesmo tempo responder aos objetivos do projeto (sendo eles: avaliar o impacto da crise do subprime nas estratégias adotadas pelos bancos de investimentos internacionais que atuam no Brasil e analisar a nova política de riscos adotadas por esses bancos) e traçar perspectivas futuras para esses bancos estrangeiros através de suas estratégias. O questionário, o contexto a ser apresentado antes das entrevistas, assim como a carta enviada aos bancos de investimentos para convidar os gestores a participarem da mesma pode ser vistos nos Anexos III, II e I, respectivamente.

Para tanto, foi necessário buscar compreender as principais variáveis que podem influenciar as operações e estratégias dos bancos de investimentos no período posterior à crise. Além disso, faz-se necessário um estudo mais aprofundado sobre as principais funções e áreas de atuação dos bancos de investimentos, a fim de entender melhor seu funcionamento e, assim, posicionar as idéias com melhor coerência nas perguntas a serem realizadas aos gestores através do questionário realizado. O item abaixo explicita o estudo feito referente às funções e áreas de atuação dos bancos de investimentos para a elaboração de tal questionário.

6. Funções e áreas de atuação dos bancos de investimentos

Os Bancos de Investimentos foram criados para fornecer recursos de médio e longo prazo para o suprimento de capital fixo ou de giro das empresas. Seu objetivo principal seria o fortalecimento do processo de capitalização de empresas, devendo orientar a aplicação de recursos na composição do capital social, por meio da subscrição ou aquisição de títulos; no incentivo à melhoria da produtividade, através da reorganização, da racionalização e da modernização das empresas; na promoção de uma maior eficiência das empresas, por meio de fusões e aquisições. Além disso, são

instituições que estão ligadas principalmente a corporações privadas, sendo limitado o seu apoio a órgãos e empresas do estado.

As principais atividades praticadas pelos bancos de investimentos atuando no Brasil são:

- **Asset Management (Gestão de Recursos):** Consiste na gestão de recursos de pessoas físicas ou jurídicas, por meio da compra de cotas de fundos de investimento, muitas vezes administrados pelo próprio banco. Diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos, onde a gestão de recursos é feita em sua maioria por empresas independentes, no Brasil, a grande maioria está ligada a Bancos de Investimentos.
- **Investment Banking:** Tem como foco de atuação, as parcerias estratégicas de longo prazo com empresas, instituições financeiras, governos e investidores institucionais. Concentra suas atividades no levantamento de capital nos mercados de ações e dívidas, em operações de *underwriting*, no gerenciamento de risco, securitizações e outras.
- **Corporate Finance (Finanças Corporativas):** Área de atuação dos bancos de investimento com foco em operações de intermediação de fusões, aquisições e incorporações de empresas. Em parceria com empresas de consultoria especializadas, os bancos utilizam todo o conhecimento de operações financeiras e de investimentos para viabilizar tais operações, seja com recursos nacionais ou internacionais.
- **Wealth Management (Gestão de Riquezas):** Uma área de consultoria dos bancos de investimento que integra o planejamento financeiro, gestão de carteiras de investimento e um número de outros serviços financeiros. Esta área destina-se principalmente a pessoas com alto patrimônio líquido, pequenos empresários e famílias que desejam o auxílio de um especialista credenciado para coordenar as operações bancárias de varejo, planejamento imobiliário, recursos legais, fiscais e profissionais de gestão de investimentos.

7. Resultados do Levantamento

7.1. Banco 1

A gestora da área de *investment banking* do banco argumenta que as operações do mesmo foram afetadas pela crise financeira, sendo que em decorrência de tal crise o banco não conseguiu pagar suas dívidas provenientes do alto grau de alavancagem que havia exercido para as operações subprimes e veio a falir, sendo adquirido por outro banco dos Estados Unidos. A entrevistada também aponta que a atuação do Banco no Brasil durante a crise financeira e no curto prazo pós-crise foi instável devido à insegurança de empresas e clientes em realizar operações com tal banco pelo alto risco em que estava exposto, uma vez que havia dúvida sobre sua permanência no país e ficou sem ganhar novas operações por volta de oito meses. Além disso, o cenário financeiro mundial que se apresentava instável não ajudava, tendo em vista a falta de liquidez e a dificuldade das empresas em conseguir empréstimos. No entanto, apesar da queda de volume de negócios, financeiramente o Banco continuou estável no Brasil, devido à aquisição citada.

Quando questionada sobre como o impacto negativo do mercado de ações afetou a gestão dos investimentos administrados pelo banco, a entrevistada explica que devido à queda de liquidez no mercado, a maior parte dos investidores ficou retraída e a ordem que esses investidores davam ao Banco era para vender a maior parte dos títulos e ações que continham em suas carteiras de ações, o que acabou por beneficiar a Instituição, uma vez que a mesma passou a ganhar com o custo de corretagem das operações de venda e, em contrapartida, também ganhou com custo de corretagem nas operações de investimentos em renda fixa, a qual passou a ser a nova posição de seus investidores.

Além disso, argumenta que quem ficou exposto aos riscos provenientes da crise preferiu ficar exposto a setores, sendo que antes da crise financeira o mercado apostava no crescimento do consumo em mercados emergentes, durante e após a crise financeira os investidores adotaram a posição de vendidos em setores focados em consumo e comprados nos setores de infra-estrutura, energia e renda fixa, levando em consideração que o maior impacto de tal crise foi nos setores de consumo, varejo e bens supérfluos.

Ainda em relação às posições estratégicas dos investidores, a entrevistada afirma que a crise financeira de 2008 não foi a única responsável pelo aumento da demanda de títulos de dívidas, mas que o aumento também foi acompanhado pelo crescimento do Brasil, o qual após uma estagnação econômica durante a crise, voltou a crescer. Além disso, a entrevistada coloca que os países mais afetados pela crise foram os Estados Unidos e os países da Zona do Euro e que isso fez com que houvesse um aumento do fluxo dos investimentos estrangeiros em títulos de dívida de empresas brasileiras, títulos de dívida pública do Brasil e investimentos diretos no país, considerado um país seguro pelos investidores estrangeiros no cenário analisado.

Ao ser questionada sobre como o Banco em que trabalha está buscando estreitar os relacionamentos com as empresas dos setores que mais crescem no país, uma vez que grandes eventos internacionais como Copa do Mundo de Futebol em 2014 e Olimpíadas em 2016, e é esperado que as empresas dos setores de construção civil, aviação e transporte recebam maiores investimentos, a entrevistada diz que o setor de infra-estrutura ficou muito tempo sem a atenção dos Bancos de Investimento e que no final de 2009, quando o Brasil voltou a crescer, todos começaram a olhar para dentro do país em busca de oportunidades de negócios. Assim sendo, alguns grupos privados passaram a manifestar interesse em investir em infra-estrutura, como: aeroportos, ferroviárias. No entanto, a gestora argumenta que o aumento do volume de negócios do Banco nesse segmento de mercado se deu pelo fato de que os investidores passaram a desejá-los e procuraram pelo Banco para cobrir seus investimentos, nas palavras da entrevistada: “começamos a cobrir, ir atrás, porque o mercado começou a demandar”.

Quanto aos riscos que enxerga na atuação do Banco de Investimentos em que trabalha, a entrevistada diz que os riscos estão associados às operações de mercado, tais como: vender títulos no mercado que podem ser “lixos”, risco de crédito das empresas, risco de má gestão dos títulos que são colocados nos fundos e que a ordem de onde investir vem dos Estados Unidos, ou seja, onde a sede do Banco nos EUA investe, a filial no Brasil deve investir.

Por fim, a gestora comenta que para que o Brasil não cometa o mesmo erro que os Estados Unidos é preciso que os critérios de Rating sejam mais seguros e que não se deve fazer “securitizações em cima de securitizações”.

7.2. Banco 2

O entrevistado é diretor da área de Asset Management de um banco de investimentos internacional. Quando questionado sobre se a crise afetou as operações do banco em que trabalha, o entrevistado afirmou que sim, de forma que o Banco foi afetado principalmente nos volumes negociados, os quais diminuíram e que, conseqüentemente, impactou negativamente as receitas da empresa.

Quanto ao impacto que a crise teve frente ao mercado de ações, o entrevistado afirma que, de maneira geral, os fundos mais impactados foram aqueles que investiam em ações e procuravam ter uma correlação grande com o Índice Bovespa, uma vez que tal índice apresentou forte queda durante a crise financeira de 2008 e no curto-prazo pós-crise. No entanto, optou por não revelar a estrutura da carteira de ações.

Com relação aos riscos que o gestor enxerga na atuação do banco de investimentos em que trabalha, o mesmo diz que existem riscos de duas naturezas: risco de mercado e risco por ativos, de forma que para gerenciar tais riscos o Banco traça o cenário de mercado (cambia, juros, inflação, etc.) e, a partir desse cenário, realiza testes de stress por ativo, a fim de verificar qual o impacto no fundo em diferentes cenários.

Quanto ao reflexo da crise financeira de 2008 frente à demanda de títulos de dívidas de empresas brasileiras, o gestor afirma que com a implementação, nas economias mais desenvolvidas, de políticas mais expansionistas, baseadas em baixas taxas de juros e oferta crescente de dinheiro ao mercado pelos Bancos Centrais desses países, fez com que houvesse uma procura maior pelos investidores estrangeiros por títulos de dívida tanto de empresas quanto pública do Brasil, uma vez que as taxas de juro eram, e ainda são, mais remuneradoras, o que acabou trazendo uma quantidade expressiva de recursos para o Brasil, também, pela mesma razão, ficou mais atraente para as empresas se financiarem no mercado externo, o que levou as emissões (de títulos de dívidas) para níveis recordes.

7.3. Banco 3

O entrevistado do BANCO 3 solicitou sigilo quanto à sua área de atuação. Comentou que o banco sentiu o impacto da crise financeira de 2008 no Brasil, tendo em vista que sua sede nos Estados Unidos teve a imagem prejudicada pela proximidade que tinha com o Governo norte-americano e, que conseqüentemente, os investidores brasileiros foram conservadores e muitos reduziram suas operações ou pararam de operar com o banco, mas que isso se deu em decorrência, principalmente, da crise de liquidez e cautela dos investidores. No entanto, o entrevistado também afirmou que essa fase foi apenas temporária e que no ano de 2009 a situação já estava praticamente normalizada, uma vez que o banco em que trabalha não sentiu tão fortemente o impacto da crise como seus concorrentes, pois a sede criou mecanismos de defesa que possibilitaram o amortecimento do impacto gerado pela crise financeira.

O entrevistado argumenta que o Banco possui uma política de liquidez para prevenção contra eventuais crises, de forma a antecipar as potenciais necessidades de caixa no momento de uma crise e cita exemplos como: manter uma reserva mínima de liquidez na forma de caixa, operações compromissadas e títulos públicos livres. O tamanho de tal reserva de liquidez está baseada em um modelo interno de liquidez do banco que leva em consideração as condições de mercado e do próprio banco.

Durante a crise, o banco observou que os investidores passaram a assumir posições estratégicas “vendidas” no mercado de renda variável e passaram a realizar investimentos em: títulos de dívida de empresas nacionais, títulos de dívida pública brasileira, uma vez que a taxa de juros básica do país é alta. Além disso, os investidores estrangeiros também passaram a procurar por investir no Brasil, considerando o país como sólido e gerador de altos retornos para os investimentos realizados.

O entrevistado argumenta que as operações do Banco têm crescido, mas não em decorrência da expansão da área comercial para prospectar novos clientes, mas por haver um aumento na demanda dos serviços e que os futuros eventos internacionais que ocorrerão no Brasil (Copa do Mundo de Futebol e Olimpíadas) influenciam esse aumento do volume de negócios, mas o principal fator é o desenvolvimento sustentável pelo qual passa o país.

8. Análise das entrevistas

A cerca das entrevistas realizadas e levando em consideração as eventuais restrições de informações às perguntas levantadas, por parte dos bancos, as conclusões a serem apresentadas consideram não somente, as respostas obtidas junto aos gestores que responderam ao questionário, mas também notícias retratadas pelo jornal “Valor Econômico” que contêm relação relevante com o tema tratado na pesquisa.

Com relação à questão de se a crise impactou as operações dos bancos no Brasil, as respostas convergiram afirmativamente, de forma que se pode notar que os três gestores respondentes revelam a insegurança da maioria dos investidores e dificuldades em fechar novos negócios pela instabilidade econômica internacional durante a crise. Além disso, consideram que a crise de liquidez, que levou ao enxugamento do crédito internacional, fez com que a maioria dos setores da economia brasileira sentissem dificuldades de liquidez imediatas e que a diminuição do consumo por parte dos brasileiros (no curto prazo) fez com que a economia passasse por um momento de estagnação e de recessão em alguns setores, tais como: varejo, consumo e bens supérfluos.

No entanto, a crise financeira de 2008 foi pouco sentida pelo Brasil, que em pouco tempo passou a ser o alvo de investidores estrangeiros, o que foi caracterizado pelo crescimento do país, estabilidade econômica, baixa taxa de desemprego, confiança do trabalhador no seu emprego, ou seja, devido ao seu desenvolvimento sustentável. Esses aspectos possibilitaram a continuidade da tomada de crédito por pessoas físicas e jurídicas impulsionadas pelo bom momento da economia do país, mesmo com as medidas macroprudenciais efetuadas pelo Governo e Banco Central brasileiro, a fim de controlar a inflação no país por meio do aumento da taxa SELIC visando a diminuição do crédito.

No período durante a crise do subprime, pode-se aferir que os investidores foram cautelosos e rapidamente assumiram posições estratégicas defensivas, de forma a estabelecer, em sua maioria, a posição “vendida” no mercado de renda variável e optando pela posição “comprada” em títulos de dívida, principalmente títulos de dívida pública nacional. Não somente os investidores brasileiros optaram por investir em renda fixa brasileira, mas também os investidores estrangeiros passaram a direcionar capital para a compra de títulos de dívidas, tanto pública quanto privada, brasileira. Em

decorrência dessa movimentação do mercado, os bancos de investimentos com atuação no Brasil passaram a lucrar com as taxas de corretagem nas operações realizadas para seus clientes, como afirmou a gestora do Banco 1.

Em decorrência do pedido de sigilo dos bancos quanto às estratégias adotadas (quanto a especificar suas respostas no item “Resultados do Levantamento”), pode-se aferir que em uma análise conjunta das respostas, o objetivo é se prevenir quanto a possíveis crises financeiras futuras, no que tange, principalmente, aos problemas enfrentados na Europa, em torno do qual os gestores avaliam que um calote da dívida pública seja da Grécia, Espanha, Portugal ou Irlanda, pode trazer novos prejuízos em suas operações e que sob esse ponto de vista, a crise financeira de 2008 serviu como um aprendizado, de forma que suas sedes no exterior estão mais conservadoras. Quando questionados sobre como essa proteção é feita, em resposta sucinta, observa-se que a intenção é manter reservas mínimas de liquidez na forma de caixa e aumentar o percentual de investimentos em títulos de dívida pública. Em contrapartida, para o longo prazo, a análise que pode ser feita é que os bancos entrevistados agem conforme as oscilações do mercado e que, portanto, é difícil traçar uma forma de atuação que não sejam metas de crescimento de acordo com as perspectivas de crescimento dos setores e da economia.

9. Conclusões da Pesquisa

9.1. Comportamento do Investidor

Segundo Limeira, T. em seu livro “Comportamento do Consumidor Brasileiro” (2009), “o consumidor é uma pessoa **racional**, ou seja, decide e age racionalmente, fazendo suas escolhas com base na análise de custos e benefícios”. Nesse sentido, a autora analisa que “a decisão de consumo é baseada em suas **preferências** e restrições monetárias, bem como no preço dos produtos. As preferências do consumidor são em função da **utilidade** dos produtos, que é uma característica intrínseca do produto. Os consumidores escolhem uma combinação de produtos que maximiza sua **satisfação**, dado o orçamento limitado que dispõem. A maior utilidade ou satisfação do consumidor é obtida pelo consumo de maior quantidade de um produto, e aumenta a uma taxa **decrecente**”.

Tendo em vista as características do consumidor brasileiro na perspectiva da economia segundo Limeira (2009), pode-se observar relações diretas de tais características com o comportamento dos consumidores brasileiros durante a crise financeira de 2008. De forma que, sendo o consumidor uma pessoa racional e que a crise financeira implicou em estagnação temporária da economia brasileira e na diminuição do crédito, a decisão de consumo passou a ser baseada nas preferências imediatas dos consumidores que pelo encarecimento do crédito passaram a optar por produtos de necessidade básica, deixando de realizar gastos com bens-supérfluos, uma vez que despendem gastos considerados desnecessários, nesse momento diminuía a utilidade dos produtos e, conseqüentemente, a satisfação do consumidor. Dessa forma, pode-se aferir que alguns setores da economia, como o varejo, foram afetados e apresentaram queda nas vendas.

Relacionando as análises de Limeira (2009) com o conceito de título de dívida é possível perceber a racionalidade dos investidores quando optaram por investimentos em renda fixa no momento de crise. Segundo Bodie, Kane e Marcus (2010), “título de dívida consiste no valor mobiliário emitido, vinculado a um acordo de financiamento”. Além disso, os investidores optaram principalmente por títulos de dívida pública, (Treasury Bond), os quais, segundo Brigham e Ehrhardt (2010), títulos de dívida

pública são quase isentos de risco de calotes. Nesse contexto é relevante destacar que o comportamento dos investidores também se refletiu de forma parecida no mercado financeiro, assim como foi notado no consumo, pois com a instabilidade econômica mundial decorrente da crise financeira de 2008, os investidores optaram por investimentos que maximizassem sua função utilidade, que em dado momento, era de preferência por investimento em renda fixa (baixo risco), de forma a eliminar o risco diversificável do portfólio e permanecer com o risco de mercado, o qual se apresentava seguro (renda fixa) no contexto da economia brasileira e gerava altos retornos dada a alta taxa básica de juros, conforme explicaram os gestores entrevistados.

O que se observa em notícias provenientes do jornal Valor Econômico (2011) é que os investimentos em títulos de dívida ainda têm sido alvo de muitos investidores, tanto nacionais quanto estrangeiros, dado os altos retornos, baixo risco e solidez do país frente à instabilidade que a economia mundial se depara, dado o risco de “default” de países europeus e o downgrade dos Estados Unidos pela agência de rating Standard & Poors.

Ilustração – Comportamento dos Investidores durante a crise financeira de 2008



9.2. O Desempenho dos Bancos de Investimentos Estrangeiros com atuação no Brasil

Segundo Damodaran, A. (2007), “uma vez formada uma bolha, ela precisa ser sustentada. Parte desta sustentação é dada por parasitas institucionais que ganham dinheiro fácil com a bolha e, por isso, têm grande interesse em sua preservação e expansão. Ente os parasitas poderíamos citar: Os bancos de investimento: As bolhas nos mercados financeiros trazem consigo uma série de benefícios para os bancos de investimento, a começar pelo surto de lançamento de novas ações e de reestruturações das empresas estabelecidas que não desejam ser barradas na festa”. Nesse sentido, observa-se que os bancos de investimento nos Estados Unidos, de acordo com o referencial teórico apresentado, buscaram se alavancar para investir em securitizações de ativos subprime, uma vez que a rentabilidade de venda desses pacotes de títulos era alta e, conseqüentemente, geraram altas receitas em torno das operações.

No Brasil, as filiais desses bancos não se envolveram diretamente nessas operações, mas sofreram o impacto da crise gerado pelo alto grau de alavancagem de suas matrizes quando a crise se desencadeou. Nesse momento, conforme argumentado pelos gestores entrevistados, a movimentação do mercado financeiro brasileiro foi alta e os investidores passaram a vender grande parte de suas ações do mercado de renda variável e concentrar seus investimentos em renda fixa. Ainda segundo Damodaran, A. (2007), “transacionar tem um custo, e algumas estratégias possuem custos de transação maiores do que outras. Os custos de transação evidentemente prejudicam o desempenho dos investimentos e podem fazer com que carteiras que de outra forma seriam lucrativas acabem por se tornar ineficientes”. Sob esse ponto de vista, nota-se que com a mudança estratégica dos investidores por sair do mercado de renda variável e mudar o foco para o mercado de renda fixa, passaram a despender capital para a realização dessas operações na forma de custo de transação, o que impactou na geração de receitas para os bancos de investimento com atuação no Brasil, conforme pode ser visualizado na ilustração abaixo.

Tabela – Posição estratégica dos investidores x Conseqüência para os bancos de investimentos

Posição Estratégica dos investidores	Mercado	Conseqüência para os Bancos de investimento
Vendido	Renda Variável	<i>Ganho com custos de transação</i>
Comprado	Renda Fixa	<i>Ganho com custos de transação</i>

No entanto, apesar do alto ganho com custos de transação, o período de curto prazo pós-crise financeira foi dramático para alguns bancos de investimento estrangeiros com atuação no Brasil, tendo em vista as dificuldades enfrentadas por suas matrizes e pela queda de liquidez no mercado internacional. Principalmente as matrizes que se alavancaram muito acabaram por gerar incertezas sobre as operações de suas filiais, o que se pode observar pelas respostas auferidas dos gestores entrevistados, sendo que o primeiro banco revelou que suas operações no mercado brasileiro passaram a ser dadas como incertas e, por um período de curto prazo, pararam de ganhar operações, sendo prejudicados tanto por problemas na matriz quanto pela fragilidade do mercado financeiro internacional.

9.2.1. Estratégias

De acordo com as entrevistas realizadas, o que se pode aferir a cerca das estratégias dos bancos de investimentos no pós-crise é que houve um avanço na maturidade dado o aprendizado obtido pelo susto que a crise financeira propiciou. Nesse sentido, as estratégias que têm sido utilizadas estão ligadas à prevenção contra possíveis crises futuras, ou seja, seguir as ordens provenientes das matrizes, mas se precavendo contra eventuais problemas de liquidez.

Tal estratégia está voltada em manter reservas mínimas de liquidez na forma de caixa e aumentar o percentual de investimentos em títulos de dívida pública, de forma que os bancos consigam passar por momentos difíceis sem riscos tão altos como os que foram observados na crise do subprime.

No entanto, apesar de identificada a estratégia de curto prazo, no longo prazo se observa que o mercado é quem desafia como se dará a atuação dos bancos, de forma que os mesmos agem de acordo com o surgimento da demanda.

Estimando o nível médio de desempenho em um setor

	Bancos de Investimento
Ameaça de entrada	Alto
Ameaça de rivalidade	Alto
Ameaça de substitutos	Alto
Ameaça de fornecedores	?
Ameaça de compradores	Alto
Desempenho médio esperado	Alto

Considerando-se a tabela acima a cerca do nível médio de desempenho em um setor, pode-se aferir que os bancos de investimento são ameaçados constantemente. No que tange à força de entrada, nota-se que com o desenvolvimento sustentável da economia brasileira a ameaça de entrada de novos bancos de investimentos provenientes do estrangeiro aumenta. Aliado a isso, os bancos concorrentes buscam expandir suas operações para ganhar mercado, o que torna alta a ameaça de rivalidade e, conseqüentemente, a ameaça de substitutos, uma vez que se não forem capazes de realizar os serviços demandados, outros bancos poderão substituí-los.

Observa-se também o interesse de bancos concorrentes em adquirir outros bancos em momentos de crise, mesmo que a aquisição seja realizada por um banco de varejo como ocorreu nos Estados Unidos quando o Bank of America adquiriu o Merrill Lynch. Além disso, o desempenho médio esperado também é alto, tendo em vista que o investidor/cliente espera resultados acima dos outros bancos concorrentes, caso isso não se mostre realidade o banco passa a perder espaço no mercado.

10. Bibliografia

CROUHY, M.; GALAI, D.; MARK, R. Gerenciamento de risco: abordagem conceitual e prática: uma visão integrada dos riscos de crédito, operacional e de mercado. Rio de Janeiro: Qualitymark; São Paulo: SERASA, 2004.

JUNIOR, G. R. B.; FILHO, E. T. T.; Analisando a Crise do Subprime. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V.15, N.30, P. 129-159, Dez 2008.

NETO, A. ASSAF. Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro. Ed. São Paulo: Atlas, 2002. p. 282.

EXMAN, F. Países europeus estão mais vulneráveis do que os EUA. Gazeta Mercantil, São Paulo. 18 mar. 2008. Caderno A, p. 12.

GREENSPAN, A. Jamais teremos um modelo perfeito de risco. Folha de S. Paulo, São Paulo, 18 mar. 2008. Caderno B, p. 6.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2003.

FILHO, J. R. de T.; KROENK, A.; SOTHE, A.; Impacto da crise do subprime na provisão do risco de crédito dos maiores bancos nacionais. Revista Brasileira de Gestão de Negócios, São Paulo, V.11, n.32, p248-259, jul./set. 2009.

LACERDA, A. C. Uma crise ou um ajuste nos mercados. Gazeta Mercantil, São Paulo, 02 ago. 2007. Caderno A, p.3, col. 1-4.

MARSHALL, C. Medindo e gerenciando riscos operacionais em instituições financeiras. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

LOWENKRON, A. As falhas nos modelos de gestão de risco durante a crise. Banco BBN. out 2009.

MOREIRA, A. Basileia e alavancagem. Um ano de crise: Comitê de Basileia estuda adotar alavancagem restrita a 20 vezes o capital dos bancos. Valor Econômico. set. 2009.

O'GORMAN, E. J. D&O coverage of securities manipulation claims: Valuing subprime assets in an illiquid market. Maio, 2009.

WALSH, P. Sub-prime still a necessary evil. Maio, 2010

LIMEIRA, T. M. V. Comportamento do consumidor brasileiro, 1ª edição, 2ª tiragem. Ed. Saraiva, p89, 2009.

DAMODARAN, A. Filosofias de Investimento: Estratégias Bem-Sucedidas e os Investidores que as Fizeram Funcionar. Qualimark. p111,204, 2007.

BRIGHAM, E.; EHRHARDT, M. Financial Management: theory and practice. South-Western Cengage Learning. 13e. p173-174, 2010.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A.; INVESTIMENTOS. McGrawHill. 8ed. cap. 5., 2010

Anexo I - Carta aos Bancos de Investimentos

São Paulo, 6 de dezembro de 2010

Prezado(a),

O Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getulio Vargas está desenvolvendo um estudo acadêmico sob o título “Bancos de Investimentos: a Reação Pós-Crise”.

Trata-se de uma pesquisa que visa analisar a atuação de diversos bancos de investimentos que atuam no Brasil desde o período pré-crise financeira de 2007 até o período atual e, então, relacionar estratégias futuras de tais bancos a fim de entender o comportamento do mercado financeiro nacional nos próximos anos. Após a análise das estratégias, será possível indicar as estratégias mais adequadas a serem seguidas pelos bancos, de acordo com as propostas de cada um deles. As conclusões gerarão informações importantes tanto para as instituições financeiras, quanto para seus atuais e futuros clientes.

A metodologia de pesquisa será baseada em entrevistas com gestores dos bancos abordando temas como macroambiente, atuação do banco e estratégias.

Dessa forma, gostaríamos de convidá-los a fazer parte de nosso estudo. As entrevistas terão duração máxima de 30 minutos e poderão ser realizadas no local e horário mais conveniente para os gestores. Os alunos do curso de graduação em administração de empresas, Dean Linniker e Vinícius Medice, serão responsáveis pelo contato, agendamento e condução das entrevistas.

No aguardo da indicação do nome e e-mail do gestor a ser entrevistado, colocamo-nos à disposição para demais esclarecimentos.

Cordialmente,

Prof. William Eid Junior
Professor Titular
Centro de Estudos em Finanças
Escola de Administração de Empresas de São Paulo
Fundação Getulio Vargas
(11) 3799-7994
cef-gv@fgv.br

Anexo II - Contexto a ser apresentado antes das entrevistas

Após o estouro da bolha das empresas da chamada Nova Economia o Federal Reserve norte-americano baixou a taxa básica de juros, a qual chegou a 1% em junho de 2003, a fim de recuperar o crescimento econômico, o que levou ao reaquecimento da obtenção de crédito e da economia e, posteriormente ao “boom” do mercado imobiliário, em 2007 e, conseqüentemente, com o aumento da taxa de juros, à crise do “subprime”.

Uma das instituições financeiras mais afetadas no mundo pela crise financeira recente foram os bancos de investimentos. A crise externa fez com que o mercado de ações esfriasse. A ameaça de que a crise internacional chegaria ao Brasil reduziu os créditos internacionais e os investimentos de tais bancos, seus investidores que, por vezes, necessitavam de empréstimos externos passaram a ter dificuldades em encontrar fontes de financiamentos, além de se tornarem mais cautelosos devido à crise econômica. No entanto, faz-se necessário aferir que mesmo com tais dificuldades, esses bancos de investimentos atuantes no Brasil não foram tão afetados pela crise quanto os bancos de investimentos estrangeiros, principalmente os norte-americanos, diretamente envolvidos na crise econômica.

No momento precedente a crise, os grandes bancos de investimento norte-americanos e europeus passavam a direcionar suas estratégias também para mercados emergentes, entrando em grande parte desses países por meio de aquisições de pequenos bancos ou instituições financeiras. Essa estratégia pode ser analisada de acordo com os relatórios anuais de 2005 a 2007 desses bancos, como é o caso do Credit-Suisse, que ganhou um maior espaço no mercado brasileiro em 2007, quando adquiriu a Hedging-Griffo, uma empresa especializada em asset management e private banking. Países emergentes como o Brasil, chamavam a atenção dos grandes bancos estrangeiros, pois grandes fusões e aquisições entre empresas aconteciam nesses países e os seus altos potenciais de crescimento demandavam grandes investimentos.

Portanto, este questionário tem como objetivo analisar como os bancos de investimento que atuam no Brasil estão se comportando após a crise econômica mundial, principalmente no que tange a financiamentos e a gestão de risco, de forma a analisar as estratégias passadas, presentes e futuras dos mesmos.

Anexo III - Questionário

Impactos

1. A crise afetou as operações do banco? Se sim, como?

Resposta:

2. Com a crise de 2008, a confiança do investidor quanto ao mercado de ações foi abalada, o que foi representado por constantes quedas dos índices da BM&FBovespa.

2.1. Como esse impacto do mercado de ações afetou a gestão dos investimentos administrados pelo banco (fundo de investimentos ou corretoras)? Qual foi o impacto na estrutura da carteira? E quanto à rentabilidade dos fundos?

Resposta:

3. Quais riscos o(a) senhor(a) enxerga na atuação do banco de investimentos em que trabalha? Como esse risco é gerido? Houve alteração de tal gestão no período pré-crise – durante a crise – pós crise?

Resposta:

Estratégias

4. A crise de 2008 desencadeou diversos problemas relacionados à insolvência de alguns países europeus, tais como: Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha. Dessa forma, títulos de empresas brasileiras se tornaram mais atrativos para os investidores externos, houve algum reflexo quanto à demanda de emissões de títulos de dívidas de empresas brasileiras?

Resposta:

5. O Brasil foi um dos poucos países que não sofreu grandes reflexos da crise de 2008. Porém, o país tem compromissos futuros importantes (Copa do Mundo e Olimpíadas), que demandam grandes investimentos. Uma vez que as fontes de financiamentos de longo prazo são limitadas ao BNDES no Brasil, as empresas estão cada vez mais necessitando do mercado de capitais para captação de recursos para investimentos. Como o banco está buscando estreitar os

relacionamentos com as empresas, e principalmente, com as empresas de construção civil, aviação e etc. (relacionadas aos investimentos para a Copa de 2014 e Olimpíadas de 2016)?

Resposta:

6. Conforme mencionado na questão 5, as fontes de financiamentos de longo prazo no Brasil são restritas ao BNDES. Dessa forma, tem-se visto a necessidade do desenvolvimento de um mercado secundário de títulos de dívida no Brasil para que as empresas possam se capitalizar. Como o banco está buscando se preparar para esse novo mercado que pode surgir? Como os bancos podem se utilizar de derivativos para securitizar seus ativos, mas não deixar o que aconteceu com os EUA acontecer no Brasil?

Resposta:

7. Como o Banco pretende aumentar seu volume de negócios no Brasil nos próximos anos?

Resposta:

As informações reveladas nesse documento são exclusivamente para estudo acadêmico. Nem o nome do Banco e nem o nome do respondente serão citados no projeto.