

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 799

Estrutura e Operação dos Sistemas Financeiros no MERCOSUL: Perspectivas a Partir das Reformas Institucionais dos Anos 1990

Rogério Studart
Jennifer Hermann

Brasília, junho de 2001

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 799

Estrutura e Operação dos Sistemas Financeiros no MERCOSUL: Perspectivas a Partir das Reformas Institucionais dos Anos 1990^{*}

Rogério Studart^{**}
Jennifer Hermann^{**}

Brasília, junho de 2001

^{*} Projeto concluído em maio de 1999 em convênio com a Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL).

^{**} Consultores do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO

Martus Tavares – Ministro

Guilherme Dias – Secretário Executivo

iPEA *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*

Presidente

Roberto Borges Martins

Chefe de Gabinete

Luis Fernando de Lara Resende

DIRETORIA

Eustáquio J. Reis

Gustavo Maia Gomes

Hubimaier Cantuária Santiago

Luís Fernando Tironi

Murilo Lôbo

Ricardo Paes de Barros

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, o IPEA fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais e torna disponíveis, para a sociedade, elementos necessários ao conhecimento e à solução dos problemas econômicos e sociais do país. Inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro são formulados a partir dos estudos e pesquisas realizados pelas equipes de especialistas do IPEA.

TEXTO PARA DISCUSSÃO tem o objetivo de divulgar resultados de estudos desenvolvidos direta ou indiretamente pelo IPEA, bem como trabalhos considerados de relevância para disseminação pelo Instituto, para informar profissionais especializados e colher sugestões.

Tiragem: 130 exemplares

COORDENAÇÃO EDITORIAL

Brasília – DF:

SBS Q. 1, Bl. J, Ed. BNDES, 10º andar

CEP 70076-900

Fone: (61) 315 5374 – Fax: (61) 315 5314

E-mail: editbsb@ipea.gov.br

Home page: <http://www.ipea.gov.br>

EQUIPE

Coordenação: Marco Aurélio Dias Pires; Secretaria: Gardênia Santos

Gerência: Suely Ferreira

Revisão: Chico Villela (coord.), Sarah Pontes,

Luciana Soares Sargio e Renata Frassetto de Almeida (estag.)

Edição Gráfica: Iranilde Rego (coord.); Aeromilson Mesquita; Cecília Bartholo,

Francisco de Souza Filho, Lúcio Flavo Rodrigues

Divulgação: Doris Magda Tavares Guerra (coord.), Edineide Ramos, Edinaldo dos Santos, Mauro Ferreira,

Marcos Cristóvão, Roseclea Barbosa da Silva e Janaína Maria do Nascimento Silva (estag.)

Produção Gráfica: Edilson Cedro Santos

SERVIÇO EDITORIAL

Rio de Janeiro – RJ:

Av. Presidente Antonio Carlos, 51, 14º andar

CEP 20020-010

Fone: (21) 804-8118 – Fax: (21) 220 5533

E-mail: editrj@ipea.gov.b

SUMÁRIO

SINOPSE

1	INTRODUÇÃO	7
2	O SISTEMA FINANCEIRO ARGENTINO	34
3	O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO	56
4	O SISTEMA FINANCEIRO PARAGUAIO	81
5	O SISTEMA FINANCEIRO URUGUAIO	90
6	O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NO MERCOSUL: TENDÊNCIAS E PERSPECTIVAS	103
7	CONCLUSÕES	112
	ANEXO ESTATÍSTICO	115
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	139



A produção editorial deste volume contou com o apoio financeiro do Banco Interamericano de Desenvolvimento, BID, por intermédio do Programa Rede de Pesquisa e Desenvolvimento de Políticas Públicas, Rede-IPEN, operacionalizado pelo Projeto BRA/97/013 de Cooperação Técnica com o PNUD.

SINOPSE

As políticas de liberalização financeira implementadas nos países do MERCOSUL ao longo da década de 1990, aliadas aos programas de estabilização de preços do mesmo período, viabilizaram um quadro macroeconômico de estabilidade de preços e moderada retomada do crescimento (com exceção da Argentina, que teve um crescimento bastante significativo). Esse quadro, porém, foi acompanhado de crescente vulnerabilidade externa – associada à deterioração dos saldos de transações correntes e, em alguns momentos, também a reversões dos fluxos de capital.

Em todas as economias do bloco, observou-se também nítida expansão da atividade financeira na década – tanto de financiamento, quanto de negociação de títulos em mercados organizados. Seja devido a choques externos – que levaram a elevações bruscas das taxas de juros domésticas –, seja por simples despreparo das instituições financeiras na concessão de crédito e/ou das autoridades domésticas na supervisão e regulação do setor financeiro, essa expansão freqüentemente levou a surtos de fragilidade, quando não a crises financeiras.

Nesse sentido, as quatro economias em análise têm histórias similares de liberalização e crises financeiras. Inicialmente, essas experiências motivaram intervenções emergenciais de salvamento das instituições em dificuldades por parte das autoridades monetárias locais e, à medida que tais tentativas se mostraram insuficientes, iniciaram-se processos de reestruturação do sistema financeiro, em especial do sistema bancário. Embora diferindo entre si quanto à forma e ao ritmo de implementação, esses processos de reestruturação tiveram um traço comum nos países do MERCOSUL, qual seja, a ampliação do grau de internacionalização da atividade financeira.

Apesar dos avanços, os desafios que se colocam aos sistemas financeiros domésticos não são triviais. Podemos listar alguns como exemplo: (i) todos os sistemas bancários domésticos passaram por crises recentemente, sendo que o sistema bancário paraguaio ainda se encontra em estágio preliminar na recuperação de uma crise bancária seríssima; (ii) a abertura financeira e o aumento dos passivos em moeda estrangeira dos sistemas bancários aumentaram significativamente a sua vulnerabilidade a mudanças cambiais abruptas, como se observa claramente nos casos argentino e uruguaio; (iii) os mercados de capital secundários cresceram significativamente, especialmente no caso brasileiro; porém, esse crescimento não redundou em expansão expressiva dos mercados primários – fonte privilegiada de financiamento de médio e longo prazos em diversas economias; e (iv) o processo de liberalização e internacionalização gerou problemas competitivos a instituições e mercados financeiros domésticos, dado que estes não têm escala suficiente para fazer face a seus pares internacionais.

O crescimento econômico futuro, cada vez mais premente e inadiável, dependerá principalmente da capacidade de as economias retomarem níveis de acumulação e de-

manda interna compatíveis com a redução dos níveis de desemprego. Por sua vez, parece ser evidente que a retomada do crescimento exige a capacidade de expandir a acumulação interna com redução da vulnerabilidade financeira externa. Segue-se daí que a retomada do crescimento deve necessariamente estar calcada em mecanismos sólidos de financiamento do investimento e alocação de poupanças, ou seja, depende em grande medida da estrutura e de formas de operação dos sistemas financeiros domésticos.

De certa forma, alguns dos desafios que se colocam para os sistemas financeiros do MERCOSUL podem ser mitigados por meio de integração financeira. Dadas as peculiaridades de cada uma das economias, o processo evidentemente é complexo e apresenta significativos desafios. Dessa forma, procuramos aqui discutir alguns desses desafios, sempre tendo em mente que a integração, caso seja um processo planejado e gradual, pode apresentar vantagens significativas para as quatro economias do bloco.

O fato de haver vantagens econômicas substanciais na integração financeira não elimina, contudo, os problemas de ordem institucional que tal processo impõe. Os países integrantes do bloco apresentam significativas diferenças no que tange ao grau de internacionalização e dolarização de seus sistemas financeiros. O grau de dolarização da Argentina, Paraguai e Uruguai é bastante mais significativo que o do Brasil. Além disso, a existência de bancos ‘off-shore’ no Uruguai reduz a capacidade de regulação e supervisão sobre o sistema bancário de todo o bloco. Isso porque, por exemplo, as *instituições financeiras externas* uruguaias podem realizar transferências de recursos para o exterior em grandes montantes, com ampla liberdade, sem aviso prévio às autoridades monetárias locais. Obviamente, uma integração financeira, se mantida a peculiaridade dessas instituições uruguaias, poderia estimular a formação de entidades financeiras associadas às já existentes no bloco, com a finalidade de burlar as restrições domésticas de transferências de fundos. Tendo em vista que a existência de mecanismos de controle e supervisão de risco é fundamental para a estabilidade financeira, essa possibilidade será um importante desafio para a integração financeira do bloco.

1 INTRODUÇÃO

Assim como a maioria das economias em desenvolvimento, o sistema financeiro dos países do MERCOSUL foi moldado pela necessidade de criar-se um conjunto de instituições voltadas para o financiamento dos setores reais e pelas condições macroeconômicas específicas de cada país.

Em geral, economias egressas de elevada inflação, como as do MERCOSUL, apresentam mercados de capitais pouco desenvolvidos e ênfase no curto prazo por parte das instituições privadas. O papel do Estado no financiamento direto de setores considerados econômica e/ou politicamente estratégicos e o controle restrito sobre os mecanismos de financiamento no setor privado fazem – ou ao menos fizeram – parte constitutiva das estratégias de desenvolvimento na região.

A partir do final dos anos 1990, sistemas financeiros do MERCOSUL têm passado por mudanças significativas moldadas, de forma geral, por alterações regulatórias visando à redução do papel do Estado na intermediação financeira, desregulamentação e abertura financeira. Além disso, baixas taxas de inflação – senão a estabilidade de preços – passaram a ser norma na maioria dessas economias, o que tem implicado mudanças bastante acentuadas no funcionamento das instituições, agentes e mercados dos sistemas financeiros.

A maior abertura financeira tem implicado maior integração dos sistemas financeiros domésticos aos mercados internacionais, em um processo que popularmente tem sido intitulado *globalização financeira*.¹ Esse processo tem sido acompanhado, nos países da América Latina em geral, e do MERCOSUL em particular, pela penetração, em larga escala, de empresas estrangeiras nos mercados financeiros, em especial nos sistemas bancários nacionais. Essa tendência leva, por um lado, a alterações das condições de competitividade dos grupos instalados nesses países. Por outro lado, se dá em um quadro doméstico geralmente marcado por dificuldades de operação do sistema bancário, em função da necessidade de adaptação ao cenário de estabilidade de preços, que se consolida nesta década.

A integração dos sistemas financeiros no MERCOSUL é uma tendência subordinada ao processo de integração dos mercados financeiros internacionais. O perfil e a velocidade desse processo serão condicionados pelas políticas financeiras em curso – ou a serem implementadas – nos países do bloco, para estimular, se for o caso, a redução das discrepâncias entre sistemas regulatórios domésticos.

¹ Por *globalização financeira* entende-se a tendência à unificação de mercados financeiros domésticos apoiada em inovações de natureza técnica e institucional que se aplicam à escala internacional.

Analisar o processo de desenvolvimento recente e a integração financeira das economias do MERCOSUL implica, portanto, estudar os desenvolvimentos em curso nos sistemas financeiros domésticos estimulados pelas mudanças dos quadros macroeconômicos e regulatórios em curso, incluindo obviamente o impacto da globalização financeira. Este primeiro capítulo busca discutir o marco teórico que condicionará os próximos passos da pesquisa, além dos desenvolvimentos recentes nos mercados financeiros internacionais e possíveis impactos sobre os sistemas financeiros do MERCOSUL.

O capítulo está organizado como se segue. Ainda nesta introdução, (i) discutimos aspectos diversos sobre papel, função e regulamentação em distintos sistemas financeiros e apresentamos uma análise preliminar das estruturas financeiras típicas nas economias do MERCOSUL; (ii) analisamos os desenvolvimentos recentes nos mercados financeiros internacionais, que, por razões discutidas neste capítulo, têm influenciado grandemente a reestruturação financeira no âmbito do bloco; e (iii) apresentamos as questões levantadas e a metodologia utilizada nas etapas seguintes da pesquisa em curso. Nos capítulos 2 a 5, descrevemos analiticamente o desenvolvimento recente dos sistemas financeiros das economias do MERCOSUL, considerando a evolução das instituições, mercados e regulação. No capítulo 6, discutimos algumas oportunidades e desafios colocados à integração e pela integração financeira – consequência natural do processo de integração econômica do bloco.

1.1 Sistemas Financeiros: Aspectos Teóricos e a Posição do MERCOSUL

Sistemas financeiros (SF) constituem-se de um conjunto de instituições, organizadas na forma de empresas privadas ou públicas, cujas atividades básicas são a custódia e a gestão de *valores* – os valores que representam a renda e a riqueza geradas pela operação cotidiana dos diversos mercados que compõem a economia. Como detentoras da renda e riqueza agregadas, as instituições financeiras assumem posição estratégica nas economias de mercado, cujo bom funcionamento passa a depender, em grande parte, da eficiência com que operam essas instituições.

Ao definir o papel dos sistemas financeiros como se mencionou, podemos, de imediato, afirmar que a comparação entre estruturas financeiras não deve tomar como *modelo* uma ou outra estrutura do sistema financeiro. Como veremos a seguir, estruturas financeiras inteiramente díspares foram funcionais ao crescimento sustentável de suas economias.

Idealmente, um SF eficiente deve ser capaz de cumprir três funções essenciais:

(a) *operar o sistema de pagamentos* de forma ágil e segura, de modo a viabilizar a perfeita circulação de bens e serviços na economia (inclusive os de natureza financeira). Essa função é decorrência direta da forma como se organizam os sistemas monetários modernos, caracterizados pelo uso exclusivo de moeda fiduciária (sem qualquer

lastro real, em bens materiais) e cuja maior parcela compõe-se de *moeda bancária*, isto é, depósitos bancários de alta liquidez (e não mais da moeda *de curso forçado* emitida pela autoridade monetária);

(b) *promover a intermediação de recursos*, canalizando a poupança disponível para os tomadores finais (investidores), a custos compatíveis com a taxa histórica de lucro dos empreendimentos a serem financiados – ou com a taxa esperada, no caso de empreendimentos qualitativamente novos, que não tenham uma história pregressa de mercado;

(c) *garantir um grau razoável de estabilidade* ao valor patrimonial dos haveres sob sua custódia. Isso garante a credibilidade e a atratividade desses haveres junto ao público e, por conseguinte, a segurança das instituições custodiantes e do SF como um todo. Essa função justifica-se também pela presença da moeda fiduciária, pela predominância da moeda bancária na composição da oferta monetária nas economias modernas e pela vigência do sistema de reservas fracionárias – pelo qual as instituições financeiras mantêm em caixa uma proporção de ativo disponível (reservas) inferior à do seu passivo de curto prazo.

Em suma, idealmente, a eficiência do SF traduz-se por uma combinação *ótima* entre grau de mobilidade de recursos e grau de segurança com que opera o SF em seu conjunto. Em face da posição que o setor ocupa na organização das economias de mercado, o grau de eficiência do SF não se define apenas por indicadores microeconômicos (volume e custos dos recursos transacionados), mas também, e principalmente, por sua *funcionalidade*² no plano macroeconômico, ou seja, por sua capacidade de gerar uma gama de fundos emprestáveis, variada no que tange a taxas de juros e vencimentos, necessários para o desenvolvimento econômico. Nos termos em que Studart (1995, p. 64) define funcionalidade:

“Functionality is defined as follows: a financial system is functional to the process of economic development when it expands the use of existing resources in the process of economic development with the minimum possible increase in financial fragility and other imbalances, that may halt the process of growth *for purely financial reasons*” (ênfase acrescentada).

A definição do papel e da funcionalidade do sistema como foi descrito nos permite de imediato dizer que uma estrutura financeira *funcional* é condição necessária, mas não suficiente, para o desenvolvimento sustentável de um país. Porém é importante termos claro que a *funcionalidade* do sistema financeiro independe da forma específica de estrutura: de fato, estruturas financeiras bastante díspares – por exemplo, as estruturas financeiras alemã e norte-americana – foram, no pós-guerra, extremamente funcionais ao desenvolvimento daqueles países, ao proporcionar fontes varia-

² O conceito de *funcionalidade* do sistema financeiro, que possui componentes de eficiência macro e microeconômica, será discutido mais detalhadamente à frente.

das de financiamento ao setor produtivo com baixa ocorrência de crises financeiras mais significativas.

Embora historicamente o surgimento de instituições financeiras tenha acompanhado o desenvolvimento econômico nos diversos países, a experiência mostra, também, que a eficiência macroeconômica do sistema dificilmente pode ser alcançada e mantida de forma espontânea – isto é, como desdobramento natural das relações entre agentes financeiros e não financeiros, que atuam movidos por interesses individuais e, muitas vezes, conflitantes. Concretamente, o interesse dos poupadores, quando alocam sua riqueza no sistema financeiro, é obter a melhor combinação possível entre alta liquidez e alta rentabilidade, ao passo que as instituições financeiras, que captam essas poupanças, e os investidores finais, que as demandam no mercado, buscam recursos aos menores custos e maiores prazos possíveis. É nesse sentido, entre outros, como veremos, que o papel da regulamentação é tão fundamental. Esta é nossa próxima questão.

1.1.1 O Papel da Regulamentação

Dependendo das condições objetivas do mercado e das avaliações (objetivas e subjetivas) das partes envolvidas, do natural conflito de interesses, citados anteriormente, podem surgir, eventualmente, situações de escassez ou excesso de recursos (e dívidas) em circulação, capazes de colocar em risco a capacidade de crescimento e/ou as condições de estabilidade monetária da economia em questão. Conter esses riscos de natureza *real e monetária* é, em essência, a função – e a razão de ser – da regulamentação do SF. Assim, se considerarmos as autoridades reguladoras como parte integrante do SF – na medida em que participam, indiretamente, da gestão da renda e da riqueza da economia – deve-se acrescentar, às três condições de eficiência mencionadas, uma quarta: *manter um aparato regulatório adequado*, capaz de permitir o cumprimento daquelas três funções ao menor risco macroeconômico possível.

A definição do que seja um aparato regulatório adequado é condicionada a quatro fatores intimamente relacionados:

(a) *o estágio de desenvolvimento econômico do país*, inversamente relacionado com a amplitude de suas necessidades de financiamento;

(b) *o estágio de desenvolvimento financeiro da economia*, que define sua propensão aos riscos real (de contenção do crescimento) e monetário (de inflação) acima mencionados, “por razões puramente financeiras”: em regra, quanto maior a disponibilidade de instituições e instrumentos financeiros, menores serão esses riscos;

(c) *a estrutura financeira já constituída*, definida pelo número e a importância das instituições bancárias (que captam depósitos à vista) e não bancárias no cumprimento daquelas funções básicas do SF: naturalmente, a regulamentação dos bancos, que formam o sistema de pagamentos da economia, deve ser distinta da estabelecida para as instituições não bancárias, que atuam somente na intermediação de recursos; e

(d) o contexto financeiro internacional em que se insere a economia, o que envolve, basicamente, as condições de financiamento vigentes e o modo de operação (inclusive a regulamentação) das instituições financeiras internacionais: isso determina a disponibilidade de recursos externos para o país, sua demanda sobre o mercado interno e, indiretamente, sua propensão aos riscos real e monetário mencionados.

Além desses fatores objetivos, o perfil da regulamentação do SF em cada economia define-se pela postura teórica do(s) regulador(es) com relação à forma mais adequada de incrementar a eficiência do sistema. Quanto a esse aspecto, a literatura econômica recente aponta dois modelos paradigmáticos:

(a) os modelos de repressão financeira, de inspiração neoclássica, baseados nos trabalhos seminais de Shaw (1973) e McKinnon (1973); e

(b) os modelos de fragilidade financeira, de inspiração keynesiana, baseados nos trabalhos do próprio Keynes (1979 e 1985) e, mais recentemente, nas contribuições de Minsky (1982 e 1986).

A preferência por um ou outro desses enfoques teóricos define as diretrizes da regulamentação: se a mera prevenção contra riscos ou a implementação de uma política financeira ativa que, além da prevenção a riscos, vise estimular ou conter setores específicos ou o crescimento econômico em geral.

O enfoque da repressão financeira apóia-se na premissa de que os mecanismos de mercado, se deixados livres para operar o ajuste entre oferta e demanda pelos ativos de maturidades diversas, são suficientes para conduzir o SF – e, por extensão, a economia – a seu *ótimo* em termos de disponibilidade, custos e alocação de recursos. Mais especificamente, a concorrência entre poupadores, investidores e instituições financeiras é supostamente suficiente para levar a oferta, a demanda e os preços dos ativos a seus níveis de equilíbrio, tanto no plano *micro* quanto macroeconômico.³ Nessa visão, que vem orientando as mudanças institucionais dos SF em todo o mundo desde o início da década de 1980, não há espaço para políticas financeiras ativas, devendo a regulamentação ater-se ao mínimo indispensável para a preservação da segurança do sistema.

O enfoque da fragilidade financeira, ao contrário, apóia-se na tese de que, se deixado às forças livres do mercado, o SF dificilmente alcançará a melhor alocação possível de recursos e, muito provavelmente, tenderá à instabilidade – e a economia, em consequência, tenderá àqueles riscos real e monetário. Nessa visão, portanto, a regulamentação do SF tem um duplo papel a cumprir no plano macroeconômico: o papel convencional, de controle do risco com que opera o sistema, e o papel de política alocativa, de caráter estrutural e de longo prazo. Essa interpretação, que orientará, teoricamente, as análises deste trabalho, é discutida com mais detalhes a seguir.

³ Para maiores detalhes, ver Fry (1995, cap. 2) e Studart (1995, cap. 2).

1.1.2 Fragilidade Financeira e Regulamentação do SF

A visão keynesiana a respeito do modo de operação e das necessidades de regulamentação do SF tem como ponto de partida a observação de duas características inerentes à operação dos mercados financeiros: (i) tanto a oferta quanto a demanda por ativos de maturidades diversas são definidas com base em expectativas – de grau de liquidez e retorno dos ativos e, em função destas, de disponibilidade e necessidade de recursos no futuro relevante; e (ii) essas expectativas podem ou não ser confirmadas pela evolução posterior do mercado, porque não existem indicadores que permitam estimar com segurança o comportamento da demanda e oferta futura dos ativos em circulação, que será determinado pela combinação das avaliações e ações dos diversos agentes individuais que atuam no referido mercado.

A possibilidade de frustração de expectativas, por si só, já é suficiente para caracterizar o SF como um segmento da economia sujeito a riscos de dois tipos: de má alocação de recursos e de crises financeiras. Além disso, como observa Minsky (1982), os resultados obtidos em operações anteriores (com ativos) tendem a influenciar, na mesma direção, as novas expectativas. Concretamente, retornos iguais ou maiores que os esperados influenciam favoravelmente as expectativas, realimentando a demanda pelo ativo em questão e, portanto, a sua tendência à valorização. Analogamente, a frustração de uma expectativa de retorno, em regra, conduz à retração da demanda pelo ativo em questão, reforçando sua tendência à perda de rendimento.

Assim, o comportamento provável dos agentes diante da confirmação ou negação de suas expectativas pode levar a uma alocação de recursos ineficiente em dois sentidos: (i) no sentido *real*, por concentrar recursos nos setores em expansão, em detrimento de outros que, muitas vezes, podem vir a tornar-se *pontos de estrangulamento* ou simplesmente novas fontes de crescimento econômico;⁴ e (ii) no sentido *monetário-financeiro*, por ampliar e intensificar movimentos de valorização ou desvalorização de ativos, precipitando situações de excesso ou escassez de recursos para atividades produtivas, ou mesmo de crises financeiras, de origem puramente expectacional. Em ambos os casos, a *funcionalidade* do SF (no sentido descrito) fica comprometida.

Pelas razões apontadas, na visão keynesiana, a regulamentação tem um papel fundamental a cumprir, tanto do ponto de vista *micro* quanto macroeconômico: o de minimizar os riscos e a tendência à má alocação de recursos, que são inerentes ao funcionamento normal dos SF modernos. A principal novidade desse enfoque com relação ao da repressão financeira é a atribuição de importância à regulamentação do SF enquanto política alocativa ou, em outros termos, como política financeira ativa, explicitamente voltada para o objetivo de desenvolvimento econômico que, nesta visão, não pode ser garantido pela ação livre das *forças do mercado*.

⁴ Sobre os problemas potenciais na alocação de recursos pelo SF, em decorrência do papel das expectativas na definição desse aspecto da atividade financeira, ver Studart (1997) e Hermann (s/d).

A importância da regulamentação do SF como política alocativa, naturalmente, varia de acordo com o estado em que se apresentam os condicionantes mencionados. Mais especificamente, a importância desse papel da regulamentação será inversamente proporcional ao grau de desenvolvimento econômico e financeiro do país e ao seu grau de acesso a recursos externos: quanto mais precárias forem essas condições, menor a disponibilidade de serviços financeiros (em geral) para a economia em questão, e maior será o esforço necessário para a superação desse estágio. Como nesses casos, por diversas razões, a economia não foi capaz de desenvolver o SF endogenamente – e, como veremos adiante, esta é a regra e não a exceção – é necessário um impulso exógeno para que isso aconteça. A regulamentação do sistema, na forma de uma política alocativa que vise ao desenvolvimento econômico-financeiro, cumpriria exatamente esse papel.

Quanto à estrutura do SF – o terceiro condicionante mencionado do perfil *ideal* de regulamentação – estabelece-se uma relação *de mão dupla* com a regulamentação. A estrutura pré-existente, por um lado, condiciona a regulamentação, exigindo mecanismos de controle mais ou menos rígidos para as instituições bancárias e não bancárias. Assim, por exemplo, nos SF em que os bancos atuam basicamente como provedores de serviços de pagamentos e créditos de curto prazo – isto é, se têm uma atuação secundária no financiamento do crescimento econômico, sendo este mais dependente de instituições não bancárias –, ⁵ a regulamentação bancária deve ater-se, basicamente, ao controle do risco inerente ao sistema de pagamentos.⁶ Onde os bancos são peça fundamental do processo de financiamento⁷ (além de participarem do sistema de pagamentos), a regulamentação bancária deve ser vista como parte da política alocativa e de financiamento.

Por outro lado, mais que condicionada pela estrutura existente, a regulamentação do SF é um poderoso instrumento de formação e moldagem do próprio sistema, especialmente no que diz respeito aos mecanismos de financiamento do crescimento econômico nos países onde, por razões diversas, esses mecanismos não se desenvolveram endogenamente. Esse aspecto é discutido a seguir.

1.2 Estruturas Alternativas de SF

Analisando-se a experiência internacional de desenvolvimento de algumas economias avançadas, Zysman (1983) classifica três modelos paradigmáticos de sistema financeiro, aos quais se associam diferentes mecanismos de financiamento: os *sistemas de mercado de capitais* ('capital markets based systems'), desenvolvidos no Reino Unido e nos

⁵ Este é, por exemplo, o modelo de SF que vigorou nos Estados Unidos e Reino Unido até recentemente. Voltaremos a essa questão mais adiante (na seção seguinte).

⁶ Para uma discussão detalhada sobre risco sistêmico (macroeconômico) dos sistemas de pagamentos modernos (de moeda bancária) e os possíveis mecanismos de controle, ver Hermann (1998).

⁷ O exemplo típico dessa estrutura de SF é a economia alemã, como veremos na seção seguinte.

Estados Unidos; e os *sistemas de crédito bancário* ('credit based systems'), que se distinguem em dois tipos: sistemas de *crédito privado*, cujo caso característico é o alemão, e sistemas de *crédito governamental* (ou *público*), ilustrados pelas experiências francesa e japonesa do pós-II Guerra.

1.2.1 Sistemas de Mercado de Capitais

Os sistemas de mercado de capitais se desenvolveram nas economias pioneiras no processo de industrialização; Estados Unidos e Inglaterra são casos típicos. Como sugere o nome, esse modelo caracteriza-se pela importância do mercado de capitais no processo de financiamento das firmas, que se dá pela emissão de títulos de propriedade (ações) ou de dívida (debêntures e outros) diretamente junto ao público poupador – e não junto a bancos.

Como ativos que representam direitos sobre o capital ou sobre a receita das firmas emitentes, esses títulos são, mais seguramente, indicados para aplicações de longo prazo. Assim, os demandantes típicos desses papéis são o poupador individual com tal perfil e, no setor financeiro, as instituições não bancárias que, não sendo autorizadas a captarem depósitos à vista junto ao público, operam com passivos e ativos de duração média mais longa que a dos bancos. Estes, por sua vez, atuam basicamente, no segmento de crédito de curto prazo (crédito pessoal e para capital de giro), em consonância com o prazo relativamente mais curto de suas fontes de captação, que incluem depósitos à vista.

A estrutura de sistema financeiro característica do modelo de mercado de capitais é diversificada, formada por um amplo conjunto de instituições especializadas em segmentos distintos do mercado. A especialização é determinada pelos tipos de instrumentos de captação e aplicação a que, de acordo com a regulamentação vigente, a instituição pode ter acesso.⁸ A ampla regulamentação e a segmentação do setor é, portanto, outra marca dos sistemas de mercado de capitais.⁹

A partir dos anos 1980, a segmentação do mercado financeiro vem sendo gradativamente erodida nos países-modelo desse sistema que, por força de uma série de

⁸ A principal distinção quanto à composição do passivo das instituições financeiras refere-se à captação de depósitos à vista: a permissão para tal define a instituição como "bancária" e o impedimento a define como "não bancária". Nesse segundo grupo, um variado leque de instrumentos de captação e regulamentos define a área possível de atuação de cada tipo de instituição. Para um resumo dos principais tipos de instituições classificadas nos Estados Unidos, por exemplo, ver Cargill (1983, capítulo 3, especialmente p. 62-74).

⁹ No caso estadunidense, particularmente, a segmentação e conseqüente especialização das instituições não surgiram como desdobramento natural do desenvolvimento do sistema financeiro; ao contrário, foram produzidas pela regulamentação imposta pelas autoridades monetárias, nos anos 1930, com o objetivo explícito de zelar pela segurança do sistema, por meio do disciplinamento da concorrência no setor. Ver Baer e Mote (1992); Zysman (1983, p. 266-81); e Cargill (1983, cap. 9 e 10). No caso inglês, a especialização, embora tenha surgido espontaneamente, foi claramente estimulada pela regulamentação. Ver Llewellyn (1992).

pressões internas e externas – basicamente, inovações financeiras e concorrência externa – vêm passando por um contínuo processo de desregulamentação do setor. Mas, como as inovações financeiras recentes têm se caracterizado pelo avanço e a sofisticação das operações de securitização, a desregulamentação em curso não altera a principal característica desse modelo de SF – o papel preponderante do mercado de capitais no processo de financiamento da atividade econômica – e tende, inclusive, a reforçá-la.

Por fim, três aspectos devem ser observados quanto às condições de formação e operação dos sistemas baseados em mercado de capitais. Primeiro, sua formação requer a existência *prévia* de duas condições: (i) firmas de grande porte e com uma história de sucesso capaz de inspirar confiança nos poupadores-fornecedores de recursos; e (ii) nível de renda agregada elevado o suficiente para gerar poupadores com o perfil adequado às necessidades das firmas que buscam financiamento – ou seja, poupadores a longo prazo. Em segundo lugar, por mais confiáveis que sejam as empresas atuantes no mercado de capitais, títulos de longo prazo envolvem sempre um grau de risco considerável. Assim, a existência de mercados secundários bem organizados, em que os ativos adquiridos pelos poupadores possam ser negociados com terceiros, torna-se estímulo e condição de sobrevivência para o próprio segmento primário – no qual se dá, efetivamente, a operação de financiamento – na medida em que confere liquidez a aplicações que, originalmente, significam comprometimento de longo prazo.

O espaço para renegociação, porém, cria também uma fonte de risco para o poupador, associada à possibilidade de depreciação do ativo no mercado secundário. Quanto maior a volatilidade do mercado, maior será esse risco – embora sejam também maiores as possibilidades de ganhos de capital. A volatilidade de preços no mercado secundário, por sua vez, não depende apenas dos fatores intrínsecos à rentabilidade dos ativos – perspectivas de retorno e política de distribuição de lucros das firmas emitentes – mas também da dimensão do próprio mercado: mercados *pequenos* tendem a ser mais voláteis, dada a elevada proporção que cada título e cada investidor representam no total dos volumes negociados.

A solidez do mercado de capitais depende ainda de fatores institucionais, como a organização de um sistema de informações (sobre a situação financeira das empresas) e supervisão eficientes. Mas a eficácia desses instrumentos, no sentido de conter a volatilidade dos preços dos ativos, fica bastante reduzida em mercados *pequenos*. Assim, os elementos imprescindíveis à operação saudável de um sistema de mercado de capitais são as condições estruturais mencionadas – especialmente a existência de um volume expressivo de poupança financeira direcionada para esse mercado.

Em terceiro lugar, cabe ressaltar que, nos países em que o modelo de mercado de capitais se desenvolveu, a formação das condições propícias a seu surgimento e operação cotidiana foi um processo longo e mais ou menos simultâneo ao desen-

volvimento do capitalismo nesses países. Isso explica que tal modelo de SF tenha se originado justamente nas economias pioneiras e líderes do processo de industrialização e de formação do modo de produção capitalista, e que sua reprodução não tenha se verificado em países que ingressaram tardiamente nesse processo. Nestes, a industrialização teve como modelo de financiamento os sistemas apoiados no crédito bancário.

1.2.2 Sistemas de Crédito Bancário

O sistema de *crédito bancário privado*, cujo caso típico é o da economia alemã, caracteriza-se pela predominância de um tipo específico de organização bancária: os chamados *bancos universais*. Esse tipo de organização opera estruturas de ativo e passivo diversificadas, que refletem sua atuação simultânea em diversos segmentos do mercado financeiro, como o crédito de curto e longo prazos, a corretagem de ações e títulos e outros tipos de operação de financiamento.

Quanto à estrutura do SF, esse modelo caracteriza-se pela concentração em dois sentidos: primeiro, quanto à variedade de instituições financeiras, que é reduzida, sendo predominante a figura dos bancos universais e pouco significativa a atuação de instituições especializadas (bancárias ou não bancárias); segundo, quanto ao porte das instituições bancárias, que é, tipicamente, elevado. Outra característica estrutural do sistema de crédito privado é a debilidade do mercado de capitais como fonte de financiamento das firmas – inclusive as de grande porte, que, em tese, teriam fácil acesso a recursos diretos. A concentração da poupança financeira nas instituições bancárias torna essas mesmas instituições as principais compradoras potenciais de títulos e ações. Isso tende a deprimir a demanda por esses papéis, que concorrem diretamente com o negócio bancário por excelência – a concessão de empréstimos. Assim, nesse modelo de SF predomina o financiamento indireto, intermediado por bancos que captam poupanças sob a forma de depósitos e as aplicam na forma de empréstimos.

O papel da regulamentação foi também importante na formação desse tipo de SF, embora em sentido oposto ao das experiências dos EUA e inglesa. No caso alemão, por razões culturais e históricas, a regulamentação da atividade financeira voltou-se sempre para o objetivo de propiciar condições de financiamento para o rápido crescimento econômico, ou mesmo reconstrução, nos períodos pós-guerras (Zysman, 1983, p. 251-265; Pozdena e Alexander, 1992, p. 571-575). Nessas condições, a atuação das instituições bancárias em qualquer área jamais foi vetada. Ao contrário, até a atuação dos bancos no setor não financeiro, por meio de participações ou mesmo do controle acionário, era, e ainda é, explicitamente permitida pelas autoridades locais. Essa regulamentação explica, em grande parte, a tendência do sistema financeiro alemão à concentração (nos dois sentidos acima mencionados) e à conglomeração, isto é, à formação de grandes corporações, lideradas por bancos universais, atuantes em diversos setores da economia.

Os sistemas de crédito governamental, identificados com as experiências francesa e japonesa no pós-guerra, assemelham-se ao modelo alemão no aspecto instrumental, tendo no crédito bancário de longo prazo o principal meio de financiamento da formação de capital fixo. Quanto ao modo de operação, contudo, há diferenças importantes. Em primeiro lugar, destaca-se a liderança de instituições públicas no processo de financiamento. Segundo, essas instituições aparecem organizadas não só sob a forma de bancos de desenvolvimento – que atuam prioritariamente no setor industrial – mas também de diversos tipos de agências governamentais voltadas para setores específicos de atividade (especialmente agricultura e setor imobiliário), bem como para a formulação de políticas financeiras.

Assim, a liderança das instituições públicas nos sistemas de crédito governamental não tem, necessariamente, correspondência visível na composição do sistema bancário. Ela pode traduzir-se pela predominância de bancos públicos na provisão de fundos a longo prazo – como no caso francês – ou pela forte influência do Estado sobre a atividade do sistema bancário, via regulamentação e políticas específicas, no sentido de orientá-lo para as áreas consideradas prioritárias – como no modelo japonês.¹⁰ Do ponto de vista estrutural, portanto, esse tipo de sistema financeiro apresenta-se mais diversificado e menos concentrado (quanto à variedade de instituições) que o modelo alemão, mantendo, porém, a condição de debilidade do mercado de capitais e predominância do financiamento indireto.

Outra característica desses sistemas é a importância do planejamento estatal na sua formação. A formação dos sistemas de mercado e de crédito privado acompanhou espontaneamente o processo de desenvolvimento econômico local. A atuação do Estado nesses casos foi posterior à própria constituição do sistema, visando discipliná-lo (casos inglês e dos EUA) ou induzi-lo a comportamentos específicos (caso alemão). Os sistemas baseados no crédito público, ao contrário, foram, quase integralmente, criados pelo planejamento estatal, sendo característicos de países em que o Estado assumiu a responsabilidade de comandar um esforço de industrialização *tardia* em curto espaço de tempo, não dispondo a economia, à época, de uma estrutura financeira privada capaz de captar e carrear recursos para o setor não financeiro na medida necessária. A organização do sistema financeiro, nesses casos, emerge como parte integrante de um plano governamental mais amplo – de desenvolvimento econômico – cujo objetivo não é setorial, mas nacional.

1.2.3 Uma Caracterização Preliminar das Estruturas Financeiras no MERCOSUL

Os três sistemas comentados diferem entre si em quatro aspectos fundamentais, no que se refere ao financiamento a longo prazo: (i) quanto à mecânica da operação: financiamento direto ‘versus’ indireto (bancário); (ii) quanto ao instrumento financeiro básico: empréstimos ‘versus’ títulos (de capital e de dívida); (iii) quanto à natureza das ins-

¹⁰ Nesse caso, a classificação do sistema como ‘public credit based system’ deve-se mais ao seu modo de operação ‘state-led’, na expressão de Zysman, do que à estrutura do sistema financeiro.

tituições financeiras intermediárias: privada ‘versus’ pública; e (iv) quanto à estrutura do sistema financeiro: segmentada ‘versus’ concentrada. O quadro 1 apresenta uma síntese dessas condições em cada um dos modelos de sistema financeiro analisados.

Na condição de economias de industrialização tardia, classificadas como *economias em desenvolvimento* e, mais recentemente, como *economias emergentes*, os países do MERCOSUL caracterizam-se por SF predominantemente bancários, com forte participação de bancos públicos em alguns casos (como o Brasil), mercados de capitais ainda pouco desenvolvidos e, principalmente, pouco atuantes na provisão de recursos para a produção e investimentos. Trata-se, por consequência, de sistemas financeiros com base em crédito.

QUADRO 1
Síntese dos Modelos de Sistema Financeiro e de Financiamento

Condições	Sistema de Mercado de Capitais	Sistema de Crédito Privado	Sistema de Crédito Público
Financiamento	Direto	Indireto	Indireto
Instrumento	Títulos	Empréstimos	Empréstimos
Natureza da instituição financeira	Privada	Privada	Pública
Estrutura do sistema financeiro	Segmentada	Concentrada	Concentrada

Fonte: Elaborado pelos autores.

Esses países, portanto, encontram-se na posição em que a regulamentação do SF, além de lidar com a questão do risco inerente à sua operação normal, tem ainda um importante papel a cumprir no processo de desenvolvimento e moldagem do sistema – na direção seja de um modelo de crédito bancário, seja de mercado de capitais ou qualquer outro.

Além da influência da regulamentação, o processo de desenvolvimento dos SF do MERCOSUL em futuro próximo será condicionado pelo contexto financeiro internacional em que se insere, que também vem passando por transformações importantes em termos regulatórios, tecnológicos, instrumental (surgimento de novos instrumentos financeiros) e, por conseguinte, em todo seu modo de operação. No que se segue, analisamos o novo contexto dos sistemas financeiros internacionais e as consequências teoricamente possíveis das transformações em curso sobre os sistemas domésticos do MERCOSUL.

1.3 Novo Contexto dos Mercados Internacionais

Como já afirmamos, entre as funções primordiais do sistema financeiro no desenvolvimento encontram-se as de (i) transferir poder de compra entre unidades deficitárias e superavitárias e (ii) promover a distribuição dos riscos inerentes a financiamentos de atividades produtivas, com diferentes prazos, rentabilidade e segurança.

Essas funções são realizadas basicamente por meio de *intermediação financeira* (ou financiamento indireto) e *securitização* (ou financiamento direto).¹¹ Na *intermediação financeira*, uma instituição (bancária ou não bancária) emite títulos contra si mesma junto a emprestadores finais para financiar unidades deficitárias.¹² De forma mais genérica, o processo de *securitização* pode ser entendido como a colocação de títulos junto a mercados organizados, e definido em dois conjuntos: a *securitização primária* e a *secundária*.

A *securitização primária*, ou seja, a colocação direta de títulos junto a poupadores finais, não representa nenhuma novidade: é uma operação tão antiga nas economias de mercado quanto os mercados organizados de títulos (por exemplo, bolsas de valores). Quando nos referimos à *securitização* como algo inovador, devemos nos reportar à *securitização secundária*, que consiste na transformação de financiamentos intermediados em títulos.

O rápido crescimento das operações de *securitização* é uma das características marcantes do processo de inovações financeiras nos anos 1980 e 1990. Esse aumento das operações de financiamento direto tem sido acompanhado do uso crescente de mecanismos de transformação e transferência de riscos (ou, em inglês, ‘unbundling’), envolvendo direitos creditórios, inclusive empréstimos bancários, e produtos derivativos. Ou seja, um processo eminentemente de *desintermediação financeira*, em que os mercados de títulos, e portanto o financiamento direto, têm papel crescente na captação de capital por parte de empresas.

Além de alterar as condições e o modelo de financiamento da atividade econômica em geral, o processo de *securitização/desintermediação* tem implicações importantes sobre o modo de operação das próprias instituições financeiras – e, por conseguinte, sobre o grau de funcionalidade do SF em seu conjunto. No (novo) modelo de financiamento que vem sendo desenhado pelas inovações financeiras recentes, o papel requerido das instituições financeiras é, basicamente, o de *corretoras* e ‘market-makers’ em mercados organizados de títulos, e não mais o de provedoras diretas de recursos. Nesse processo, estreita-se o mercado de crédito bancário convencional, “empurrando” os bancos para atividades antes típicas (quase exclusivas) de instituições não bancárias.¹³ E, à medida que a regulamentação dos SF permita o crescente ingresso dos bancos no mercado de capitais, altera-se o perfil dos riscos envolvidos no financiamento da atividade econômica: o *risco de crédito* (não pagamento do principal da dívida), assumido exclusivamente pelos bancos, é

¹¹ *Securitização* advém do termo em inglês ‘securities’, que pode ser traduzido para o português como títulos de dívida (p.ex. debêntures) ou de propriedade (ações).

¹² O que distingue, teórica e tradicionalmente, bancos de instituições não bancárias é o fato de os bancos emitirem depósitos. Uma das modificações recentes nos sistemas financeiros internacionais está exatamente na criação de ativos financeiros de alta liquidez que permitem concorrência com depósitos bancários. Discutiremos as implicações dessas inovações mais adiante.

¹³ Na verdade, no mercado dos EUA, no qual se verifica o maior avanço da tendência à *securitização*, o estreitamento do mercado de crédito não foi consequência do desenvolvimento de novos instrumentos financeiros, mas um processo paralelo a estas inovações. Ver Kregel, 1998.

substituído pelo *risco de mercado*, associado a variações inesperadas nos preços dos títulos e nas taxas de juros e repartido entre os poupadores e investidores *finais*. Assim, o desenvolvimento e a recente expansão dos contratos de derivativos, que visam contornar esses riscos – outro traço marcante do processo de inovações financeiras do período 1980/1990 – são, em grande parte, um desdobramento do avanço da securitização como modelo de financiamento. Essas questões são tratadas com mais detalhe a seguir.

**1.3.1 Securitização Secundária:
Características e
Desenvolvimento Recente**

Como foi denotado, a *securitização secundária* envolve o processo de *empacotamento* ('repackaging') e *segregação de riscos* ('unbundling') de um grupo já existente de recebíveis. Estes são transformados em títulos negociáveis e diretamente vendidos a investidores finais.

No que tange à *sistemática* do processo de securitização secundária, podemos dividi-la em dois estágios. O primeiro se refere à seleção de um conjunto de obrigações (*subjacentes*, daqui para diante) do *portfólio* do *originador*. Estes, para efeito de avaliação e determinação de preços, devem ser ativos homogêneos em que pese a qualidade do crédito, perfil de prazo e risco de taxa de juros. O segundo estágio envolve a venda ao SPV ('Special Purpose Vehicle' – veículo de propósito especial) desse pacote de obrigações, que por sua vez financia a compra desses ativos por meio da emissão de títulos lastreados na obrigação subjacente. Uma vez vendidos os títulos, os fluxos de recebimentos (por exemplo, pagamento de juros e principal sobre os ativos principais) são coletados e administrados em geral (mas não necessariamente) pelo originador e pagos aos investidores por meio do SPV. A utilização de 'rating',¹⁴ aferido por instituições especializadas, pode, de acordo com o 'rating' obtido, aumentar a aceitação dos títulos lastreados em ativos ('asset-backed securities', ou ABS daqui para diante).

O processo de securitização secundária oferece diversos benefícios para o originador (por exemplo, um banco), como já deve ter ficado implícito. Primeiramente, na medida em que "vendem" empréstimos, ao invés de mantê-los em sua carteira, os bancos *de fato* diminuem suas necessidades de reservas, sua base de capital e os prêmios de seguro de depósito. Além disso, obviamente, obtêm comissões no processo, seja como originadores, seja pela administração dos fluxos de pagamento gerados no processo, e, em alguns casos, como 'underwriters' de títulos.

Para os prestamistas, o processo de securitização proporciona custos menores de captação de fundos em relação aos empréstimos tradicionais. O processo envolve, entretanto, um alto custo de lançamento, tornando-se não econômico para valores inferiores a alguns milhões de dólares (tipicamente US\$ 10 milhões). Mesmo levando-se em conta o significativo 'sunk cost' do processo, as suas vantagens para prestamistas

¹⁴ O 'rating' consiste em análise e graduação padronizada de risco de crédito de títulos de renda fixa. Os principais parâmetros, além do risco de inadimplência, são a natureza do título e sua prioridade frente a outras dívidas existentes (dívida sênior ou subordinada).

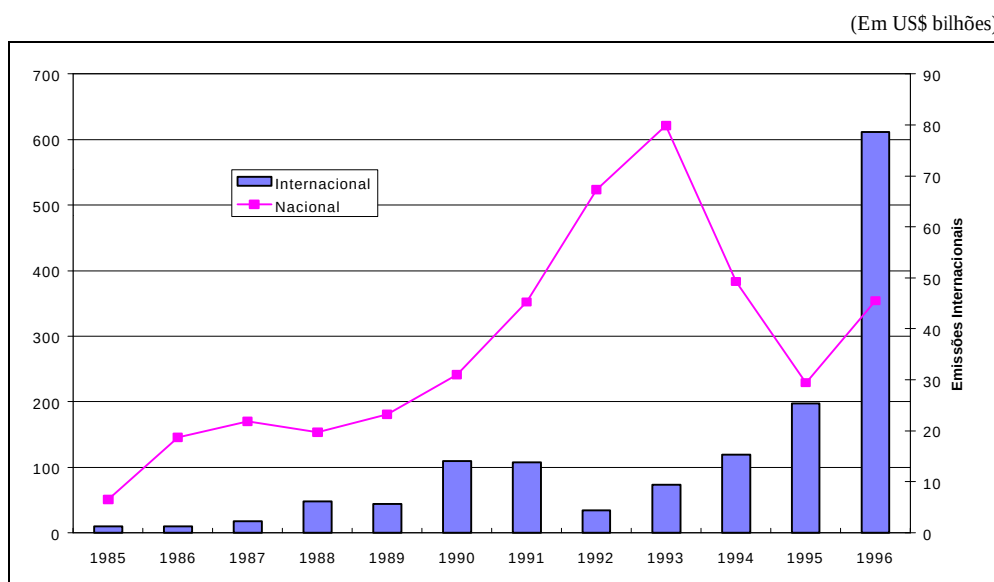
e bancos, além do grande crescimento da demanda por títulos, explicam o crescimento desse tipo de operação nos anos 1990 – como mostramos a seguir.

Os mercados de papéis lastreados em ativos (ABS) têm origem no desenvolvimento do mercado de hipotecas dos EUA [Feeney, 1994; Carvalho, 1997] e continuam a ser dominados por esse país. Na medida em que o mercado de títulos lastreados em hipotecas ('mortgage-based securities', ou MBS) é essencialmente nacional, as emissões *nacionais* de ABS predominam, e devem continuar predominando, sobre as emissões internacionais.

Na última década, entretanto, tem sido acelerada a disseminação das práticas de securitização nos mercados internacionais voltados, obviamente, para outros tipos de contratos financeiros – ou seja, contratos não hipotecários.

Assim, como era de se esperar, diferentemente dos mercados nacionais de ABS, cerca de 84% das emissões internacionais de títulos lastreados em ativos foram de ativos não hipotecários nos primeiros três trimestres de 1996 [BIS, 1996a, p. 44]. Dos US\$ 67.3 bilhões de títulos emitidos no mercado internacional naquele período, os ativos com base em recebíveis de cartões de crédito representaram 40%; títulos com base em 'leases' de automóveis representaram 17%; ativos com base em empréstimos de educação, 10%. Os restantes 17% dos ABS emitidos em mercados internacionais se constituíram por uma variedade de tipos diferentes de títulos, inclusive de títulos de recebíveis de moeda estrangeira associados por meio dos processos de privatização na América Latina.

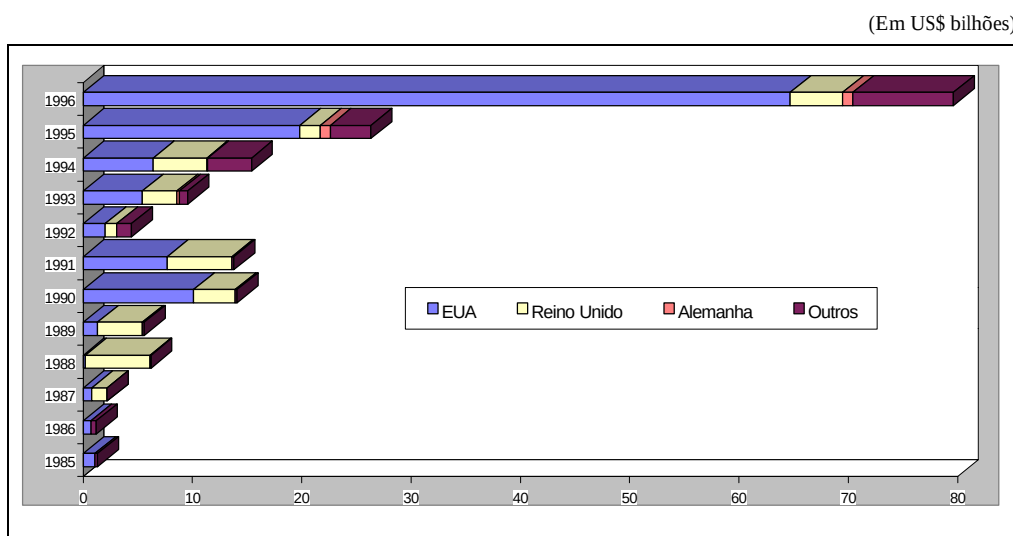
GRÁFICO 1
Valores Anunciados de Emissões de ABS nos
Mercados Nacionais e Internacionais



Fonte: Bank for International Settlements, 1996a.

O mercado norte-americano continua a ser o principal mercado internacional para títulos (ver gráfico 2). Tal tendência deve perdurar por alguns anos, dada, por um lado, pela infra-estrutura regulatória e legal favorável à securitização nos EUA, e pouco desenvolvida na maioria dos países [‘op. cit.’, 1996a, p. 45-46]¹⁵ e, por outro lado, pelo fato de, nos EUA, concentrarem-se os investidores institucionais e outros atores mais importantes nos mercados internacionais de títulos, não só em termos de patrimônio acumulado mas também pela sua forma de atuação enquanto aloca-dores de portfólio.¹⁶

GRÁFICO 2
Volumes Anunciados de ABS nos Mercados Internacionais –
por País de Origem



Fonte: Bank for International Settlements, 1996a.

As perspectivas de crescimento do mercado internacional de títulos são significativas – *assumindo-se que a crise por que passa esse mercado não se aprofunde de forma drástica*.¹⁷ E, na medida em que a securitização implica transferências de risco dos intermediários financeiros para os compradores finais de títulos, o desenvolvimento de ins-

¹⁵ No Brasil, por exemplo, o mercado de securitizados é ainda extremamente incipiente, já que, entre outros motivos, a legislação proibia, até recentemente, que instituições controladas pelo Banco Central (inclui bancos, financeiras e empresas de ‘leasing’) cedessem créditos para entidades não financeiras (artigo 11 da Resolução nº 1 962 do Banco Central). Existem outros fatores que limitam o desenvolvimento desses mercados no Brasil, tal como a dificuldade legal da retomada dos ativos *subjacentes* em caso de falência do originador ou do devedor final. Para uma discussão das dificuldades, ver *Gazeta Mercantil*, 28 de janeiro de 1997, p. B-8 e B-9.

¹⁶ Discutiremos mais essa questão posteriormente.

¹⁷ Dado que ainda é muito cedo para avaliarmos os possíveis efeitos da crise atual sobre os mercados financeiros internacionais, temos que trabalhar sobre a hipótese de que as tendências dos anos 90 se manterão, mesmo que em ritmo mais lento.

trumentos de segmentação e repartição de riscos tem sido e continuará a ser fundamental para a consolidação das tendências em curto prazo. É o que passamos a analisar a seguir.

1.3.2 Contratos Derivativos:

Tipologia e Desenvolvimento Recente

Em poucas palavras, um contrato derivativo é um título cujo preço é contratualmente relacionado ao preço de algum outro ativo.¹⁸ As principais razões pelas quais os mercados de derivativos tiveram um crescimento vertiginoso são, por um lado, a multiplicidade de opções na construção desses instrumentos e, por outro, porque esses instrumentos têm a qualidade de propiciar proteção contra variações inesperadas em fatores (taxas de câmbio, preços de 'commodities', variações de indexadores financeiros, juros, etc.) que afetam agentes econômicos. Ademais, por permitirem a *partição de riscos*, que podem ser negociados por meio de títulos específicos por instituições e em mercados especializados, são mecanismos de expansão da liquidez de mercados de títulos.

Por serem instrumentos de transferência de risco, os contratos derivativos (especialmente os *futuros*) já são utilizados há pelos menos um século para reduzir a exposição a mudanças, por exemplo, de taxas de câmbio – o caso de 'hedging' de receitas de exportação por meio de operações com futuros de câmbio é uma operação bastante conhecida. Mais recentemente, os derivativos têm sido usados para segregar categorias de risco de investimento que são mais atrativas para diferentes estratégias de investimento de fundos mútuos, fundos de pensão e empresas não financeiras. Ou seja, os administradores dessas instituições podem, utilizando derivativos, descartar riscos para operações específicas.

Por outro lado, como a securitização implica a transferência de riscos do crédito entre o originador e os investidores finais, os *contratos derivativos*, enquanto instrumentos de segregação e transmissão de risco *por excelência*, potencializam o processo de securitização. Um exemplo já citado é a utilização de derivativos no processo de securitização de hipotecas. Como toda hipoteca constitui a obrigação de fluxos de pagamento, um derivativo pode ser criado de forma que compradores possam ter direitos sobre o pagamento de juros ou do principal. Esses derivativos reagem de forma diferente a variações de taxas de juros e, portanto, podem ser atrativos para investidores com distintos perfis de risco.

¹⁸ Quando se estipula um contrato derivativo, o meio e a taxa de repagamento são especificados em detalhe. Por exemplo, o repagamento pode ser feito em alguma moeda, títulos ou uma 'commodity', tal como ouro ou prata, boi gordo, etc. Da mesma forma, a quantia a ser paga pode estar atada a movimentos de taxas de juros, índices de Bolsa ou moeda estrangeira. *Derivativos* podem conter também elementos de alavancagem, ou seja, a quantia a ser paga pode ser multiplicada (favorável ou desfavoravelmente) por algum índice previamente negociado pelos contratantes.

Os derivativos podem também ser extremamente convenientes para empresas que desejam modificar a estrutura de seus passivos, buscando aproveitar situações conjunturais de mercado.¹⁹

1.3.3 Desenvolvimento Recente dos Mercados de Contratos Derivativos

Até o momento, a mais abrangente pesquisa sobre tamanho e distribuição regional dos mercados de contratos derivativos foi a publicada pelo Banco de Compensações Internacionais ('Bank for International Settlements', BIS) em maio de 1996 [BIS, 1996b]. Alguns dados dessa pesquisa são entretanto atualizados nos Relatórios Anuais do BIS. Antes de comentarmos esses dados, é necessário fazermos algumas qualificações sobre os conceitos de *valores nominais* e de *mercado* para esses contratos.

Os *valores nominais* ou *nacionais* (ver BIS, 1996a, tabela I.3) não representam totais efetivamente transacionados, mas sim os valores dos contratos fictícios sobre os quais compromissos derivativos são calculados.²⁰ Mesmo assim, os valores nominais são úteis na comparação entre mercados de bolsa e de balcão, além de poderem ser utilizados como medida do grau de exposição a risco das partes envolvidas nos contratos derivativos. O valor bruto de mercado, outra medida do tamanho do mercado, corresponde ao somatório dos valores dos contratos, logo, aos custos que seriam incorridos se os contratos em vigor fossem substituídos por preços de mercado prevalecentes na mesma data. Este valor, sim, indica totais efetivamente transacionados.

Tendo realizado essas qualificações, podemos passar à análise dos desenvolvimentos recentes desses mercados. O crescimento do mercado de contratos derivativos tem sido expressivo nos anos 1990, com uma 'performance' dos derivativos de balcão bastante superior à daqueles negociados em bolsa: enquanto no mercado de balcão o *valor nominal* dos contratos derivativos girava em torno de US\$ 17 trilhões, de acordo com BIS (1996a), o seu *valor de mercado* dos derivativos negociados em balcão, em março de 1995, era de US\$ 2.2 trilhões.

A quebra desses dados por categoria de risco de mercado indica que as operações de 'swaps' dominam o mercado, em especial de cambiais e taxas de juros (ver tabela 1, p. 25). No que se refere à moeda de denominação, os mercados de derivativos continuam a ser dominados pelas três moedas fortes internacionais (US\$, Yen e DM), sendo

¹⁹ Por exemplo, se uma empresa emitiu uma dívida de longo prazo com uma taxa de juros fixa de 7% a.a., e as taxas correntes forem 5% a.a., será conveniente ao administrador (que acredita que a taxa de juros corrente não aumentará no prazo do empréstimo) realizar uma troca – por meio de um contrato de 'swaps' – dos pagamentos de juros por pagamentos de juros flutuantes, sem modificar a estrutura de repagamento do principal.

²⁰ Por exemplo, em uma opção de compra de ações, o lote mínimo equivale a R\$ 500, que representa o valor nominal do contrato. O contrato em si vale R\$ 5, que é o máximo que o comprador perderá caso não queira exercer a opção.

o dólar dos EUA incontestavelmente a moeda de maior uso.²¹ Quanto à maturidade, observa-se que o mercado é dominado por operações com menos de um ano. Observe-se entretanto, que a maior percentagem de contratos de curto prazo está nos mercados de câmbio (79%) e de 'commodities', o que reflete o fato de que uma grande parte do volume de negócios está relacionada com administração de livros-caixa, 'hedging' de comércio exterior, posições especulativas e volatilidade em mercados.

No caso de taxas de juros, 56% dos contratos eram de prazos superiores a um ano, e 13%, de prazos superiores a cinco anos. Os 'swaps' no mercado de câmbio, outro instrumento importante para a alavancagem do processo de securitização envolvendo financiamentos de longo prazo em moeda estrangeira, possuem 75% de contratos com prazos superiores a um ano e 24% com prazos superiores a 5 anos. Ou seja, a tendência aparente até recentemente era a de aumento dos prazos de aplicação nesses mercados, o que, sem dúvida, explica sua crescente utilização na segmentação de riscos de financiamentos de longo prazo.

TABELA 1
Classificação por Maturidade de Valores Nominais de
Contratos Derivativos de Balcão em 1995

Categoria de Risco de Mercado e Instrumento	Total em US\$ Bi	Até um Ano (%)	Mais que um Ano e até Cinco Anos (%)	Acima de Cinco Anos (%)
Mercado de câmbio	13 095	79	16	5
Futuros e 'swaps' de câmbio	8 699	89	10	1
'swaps' de moedas	1 957	25	51	24
Opções	2 379	89	7	5
Outros	61	-	-	-
Taxas de juros	26 645	44	43	13
Acordo de taxas a termo	4 597	88	12	0
'Swaps'	18 283	35	49	16
Opções	2 548	36	50	14
Outros	216	-	-	-
Ações e índices de ações	579	61	38	1
Futuros e 'swaps'	52	41	54	5
Opções	527	62	37	1
Commodities	318	75	24	1
Futuros e 'swaps'	208	72	26	2
Opções	109	80	19	1
Total	40 637	56	34	10

Fonte: Bank for International Settlements ('op. cit.'), tabela D-6.

²¹ De acordo com o BIS (1996a, tabela D-5) no mercado de balcão de câmbio, 82% do valor nominal dos contratos tinham o dólar como moeda de uma das pontas da operação. No mercado de taxas de juros, o dólar era moeda de denominação em 35% dos contratos, o marco alemão, em 13%, e o iene, em 21%.

Nos mercados de derivativos, opera grande variedade de instituições, inclusive bancos comerciais e de investimento, e fundos (de investimento), particularmente os chamados ‘hedge funds’. Este é um resultado direto do processo de crescimento desses investidores institucionais e da diversificação de seus portfólios, conforme discutiremos a seguir.

1.3.4 Crescimento dos

Investidores Institucionais

Em muitas economias desenvolvidas, em especial nos EUA, os fundos de previdência privada ao longo de todo o século tiveram papel relevante na captação de recursos de longo prazo. É notável, por exemplo, que em países como os EUA e o Reino Unido, típicos exemplos de economias com sistemas financeiros com base em mercados de capital, a participação das ações no portfólio dos fundos de pensão era, em 1990, respectivamente, superior a 60% e superior a 45%.²² Na Alemanha, no Japão e demais países desenvolvidos com sistemas com base *em crédito*, a participação dos bônus no portfólio desses investidores é bastante elevada; porém, nesses sistemas financeiros, esses bônus têm prazos longos de maturação.

Um dos fenômenos econômicos mais significativos dos anos 1980 tem sido o crescimento não só do patrimônio, como também da participação de investidores institucionais nos mercados financeiros internacionais. O crescimento do tamanho e o papel desses investidores é um resultado direto da (i) redução do Estado de bem-estar social nestas últimas duas décadas, e introdução de reformas previdenciárias liberais; e (ii) liberalização e desregulamentação financeira.²³

Quanto aos fundos mútuos ou de investimento coletivo, que têm o papel de administrar carteiras de ativos para poupadores finais, tiveram seu crescimento determinado por lógica distinta: é fruto dos processos de desregulamentação financeira e diversificação de portfólios de famílias e empresas. Esses fundos também tiveram desenvolvimento bastante acelerado, especialmente nos anos 1980, como resultado do crescimento continuado dos preços e do volume de ativos negociados nos mercados financeiros internacionais.

²² Esses números serão apresentados e discutidos abaixo.

²³ No que tange às reformas do sistema previdenciário, o caso inglês é notório: as verbas para o sistema público de saúde se reduziram rapidamente no período Thatcher – e portanto, a sua qualidade. Esse movimento levou, portanto, ao aumento da procura por fundos de pensão privados, como os dados citados atestam.

TABELA 2
Participação dos Fundos no Total dos Ativos Financeiros das Famílias

Países	Fundos de Pensão e Seguros de Vida			Fundos de Investimento Coletivo			Total		
	1980	1985	1990	1980	1985	1990	1980	1985	1990
EUA	17.8	21.1	23.5	2.2	5.0	7.7	20.0	26.1	31.2
Japão	13.8	16.6		1.8	3.6	5.6	15.6	20.2	26.4
Alemanha	19.4	24.2	27.1	3.2	4.8	8.1	22.6	29.0	35.2
França	8.0	11.2	14.7	2.7	12.4	21.7	10.7	23.6	36.4
Itália ^{1,2}	1.6	0.9	3.2	nd	2.1	2.9	nd	3.0	6.1
Reino Unido ¹	39.9	49.9	53.7	1.6	3.1	4.9	41.5	53.0	58.6
Canadá	19.4	23.3	26.7	1.0	1.6	3.0	20.4	24.9	29.7

Fonte: Bank for International Settlements (1992, p. 194) com base em dados nacionais.

Notas: ¹Total dos ativos; ² Valor patrimonial.

Obs.: nd = dados não disponíveis.

Como já observamos, o aumento da capacidade de captação de recursos dos fundos de pensão privados está diretamente relacionado com a falência dos sistemas de previdência pública e suas reformas. Não cabe aqui discorrer sobre os motivos por detrás dos problemas dos sistemas públicos de previdência, mas vale a pena lembrar alguns dos fatores: (i) a maioria dos regimes públicos são baseados em *repartição simples*, ou seja, as contribuições dos trabalhadores ativos sustentam aposentadorias e pensão dos inativos; (ii) os anos 1980 e 1990 se caracterizaram por um baixo crescimento do emprego e envelhecimento relativo da população (dada a queda dos índices de natalidade), o que naturalmente gera aumento da proporção de trabalhadores inativos sobre ativos. Dadas as estruturas patrimoniais do sistema previdenciário público, era de se esperar o aumento das suas dificuldades financeiras e, em alguns casos, sua falência.

A maioria das reformas previdenciárias na Europa e na América Latina manteve um sistema de cobertura universal obrigatório com base em repartição simples (e com garantia governamental) acompanhada de regime complementar voluntário em bases de capitalização. Essa mudança regulatória permitiu aumento significativo dos recursos disponíveis aos fundos privados e grau de atuação mais amplo.

TABELA 3
Distribuição dos Portfólios dos Fundos de Pensão
em Países Selecionados – 1990

(Em porcentagem)

País	Liquidez e Depósitos	Bônus	Empréstimos	Propriedades Imobiliárias	Participação Acionária
Reino Unido	7	14	0	9	63(70) ¹
EUA	9	36	0	nd	46(48)
Alemanha	2		36	6	18(18)
Japão	3	47	13	2	27(27)
Canadá	11	47	0	3	29(38)
Países Baixos	3	23	39	11	20
Suécia	3	84	10	1	1
Suíça	12	29	14	17	16
Dinamarca	1	67	1	nd	7
França	nd	nd	nd	nd	(20)
Austrália	23	20	nd	16	27
Itália	21	45	1	32	2

Fonte: Rabelo (1997, p. 39) sobre fonte secundária.

Nota: ¹Os dados entre parêntesis são de 1994.

Obs.: nd= dado não disponível.

Nas economias em desenvolvimento, e em especial na América Latina, os *fundos de pensão* têm se apresentado como alternativa potencial para a captação de recursos de longo prazo, face à decadência das formas tradicionais com base em fundos fiscais e parafiscais.²⁴ Mesmo que nessas economias o papel dos fundos no financiamento de longo prazo sempre tenha sido significativo, em nossas economias, somente após o sucesso do modelo chileno de reforma da previdência social começou-se a cogitar a possível funcionalidade desses fundos no financiamento do desenvolvimento.

As *empresas de seguro* podem ser divididas nos segmentos de vida e “não-vida”. Os primeiros, cujos prêmios são pagos por falecimento e acidentes com conseqüências físicas graves, têm base atuarial, sendo portanto mais previsíveis. Isso explica sua preferência por títulos de renda fixa de longo prazo. Uma vez que no ramo de “não-vida” (por exemplo, seguro de automóveis) o pagamento de sinistro é menos previsível, há maior concentração em aplicações de curto prazo ou de alta liquidez (por exemplo, ações).

Os *fundos mútuos* tipicamente se especializam em investimentos de longo prazo, e em geral provêm intermediação de riscos aos seus investidores por meio de carteiras diversificadas de ativos. Segundo o ‘The Economist’ (30/04/94), somente nos Estados Unidos, cerca de US\$ 2 trilhões estavam aplicados em fundos, contra

²⁴ Essa questão será discutida mais amplamente no capítulo 3 deste estudo, quando nos voltarmos para o Brasil.

US\$ 2,7 trilhões em depósitos bancários. Dentre os fundos criados com esse objetivo, destacam-se os fundos ‘hedge’.²⁵

Na avaliação da funcionalidade desses novos atores para a constituição de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento, deve-se ter clareza de que o crescimento dos investidores institucionais, ‘per se’, não constitui crescimento dos fundos de empréstimos para o financiamento do investimento. Este continua atrelado especialmente à renda, e à capacidade de poupar das famílias e empresas.²⁶ Entretanto, a emergência de investidores institucionais facilita o casamento entre aplicações financeiras e os prazos normalmente requeridos no processo de investimento produtivo. Isso porque essas instituições – por exemplo, fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras – possuem passivos contingentes de longo prazo, o que lhes permite fazer aplicações de longo prazo, por exemplo em ações e bônus.

1.3.5 Internacionalização Financeira e Fluxos de Capital

Três tendências podem ser observadas no que tange aos fluxos de capital para economias em desenvolvimento. Primeiramente, relativa estagnação dos fluxos oficiais de financiamento por parte das instituições de fomento multilaterais. O segundo aspecto importante, que de certa forma tem contrabalançado o primeiro, é o aumento significativo dos fluxos privados de capital – pelos motivos já descritos. Por fim, nota-se tendência ao crescimento dos fluxos financeiros privados, em contraposição à relativa estagnação dos investimentos estrangeiros diretos.

Não cabe aqui uma discussão detalhada da lógica por trás desses fenômenos, especialmente no que concerne a investimentos estrangeiros diretos. Aqui procuraremos delinear algumas consequências dessas tendências para o financiamento do desenvolvimento, e possíveis desdobramentos.

Fluxos de Capital Financeiro Privado

O processo de internacionalização financeira se liga ao aumento da liberdade de atuação de instituições financeiras nacionais em diversos países, e é basicamente fruto do processo de liberalização das contas de capital e redução de restrições nos mercados financeiros de economias desenvolvidas e de *mercados emergentes*. A consequência básica desse processo foi a aceleração da equalização de condições de

²⁵ Como bem o lembra Carvalho (1997, p. 25), “esta denominação é, na verdade, enganosa, pois os fundos nesta categoria cobrem grupos dedicados às mais variadas formas de aplicação financeira”.

²⁶ Para uma discussão teórica deste tema, ver Studart (1997b).

operação nesses mercados (globalização financeira),²⁷ e o aumento substancial das transações “além-fronteira”, como indica a tabela 4.²⁸

TABELA 4
Transações Além-Fronteira com Bônus e Ações (% do PIB)

(Em bilhões de US\$)

	Influxo Líquido de Capital Privado			1994	1995
	1991	1992	1993		
Total	50.7	80.9	95.2	70.0	52.6
China	-1,9	11.7	7.8	16.4	-1,4
Outros da Ásia	24.5	18.3	32.4	22.0	34.7
Brasil	2.5	9.1	9.9	9.1	32.0
México	21.0	23.9	30.3	9.7	-15,4
Outros da América Latina	4.6	18.0	14.7	12.9	2.7

Fonte: Bank for International Settlements, 1996a.

Há um número significativo de artigos e abordagens que buscam explicar o retorno dos fluxos de capital para economias em desenvolvimento.²⁹ Mas parece existir algum consenso entre os analistas sobre pelo menos dois fatores, que podemos denominar *fatores de expulsão e de atração*. No que tange aos primeiros, o processo de globalização e crescimento da riqueza financeira líquida, e a redução das taxas de retorno em renda fixa e variável nas economias industrializadas, gerou uma busca de alternativas de investimento mais rentáveis por instituições financeiras naquelas economias. Isso explica, em grande parte, o enorme crescimento do interesse por emissões internacionais de ações por países em desenvolvimento, como mostra a tabela 4.

²⁷ Ainda estamos longe de um mercado financeiro internacional livre de possibilidades de arbitragem. Porém, pelo menos entre economias desenvolvidas, diminuíram as disparidades entre taxas de retorno em ativos similares.

²⁸ Em contraste ao que tem ocorrido com os fluxos financeiros privados, os fluxos provenientes de governos e instituições internacionais para as economias em desenvolvimento têm se mantido estagnados. Três razões são normalmente apontadas para esse fenômeno: primeiramente, os problemas fiscais dos países doadores; em segundo lugar, o fim da Guerra Fria; em terceiro lugar, dúvidas sobre a eficiência dos investimentos públicos, principal canal de “internalização” dos recursos doados nos países receptores [Carvalho, 1997, p. 14]. Foge ao contexto deste relatório a análise desse fenômeno, porém, há uma implicação importante a ser considerada: o aumento da dependência, por parte de economias em desenvolvimento, de capitais internacionais privados. Como a atração desses capitais está em geral associada ao grau de liberdade de sua atuação nas economias hospedeiras, essa redução de recursos oficiais em face das crescentes necessidades de financiamento do desenvolvimento é uma das possíveis razões, entre as diversas já citadas, por que a liberalização financeira tornou-se tão comum entre nossas economias.

²⁹ Um excelente trabalho sobre o tema é ‘Baring Securities’ (1995).

No que se refere aos fatores de atração, o processo de internacionalização financeira foi facilitado (i) pela liberalização financeira, tanto das contas de capital quanto a desregulamentação dos sistemas financeiros domésticos; (ii) pelo aumento das taxas de retorno sobre renda fixa, em função do aumento das taxas de juros internas e de renda variável, dada a rápida expansão das transações em mercados primários; e (iii) pelos processos de privatização, especialmente no setor de infra-estrutura, que tem atraído volume significativo de recursos.

No que tange à funcionalidade do aumento dos fluxos de capital no financiamento do desenvolvimento econômico nos anos 1990, é importante analisarmos as diferenças nos tipos e na absorção de fluxos de capital externo. E uma comparação entre Ásia e América Latina pode ser bastante elucidativa.³⁰

TABELA 5
Fluxos de Capital para Ásia e América Latina

	(Em US\$ bilhões)						
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Financiamento oficial ao desenvolvimento	61,1	60,9	69,7	69,6	69,7	69,5	65,7
Assistência oficial ao desenvolvimento	47,7	48,8	52,8	58,5	58,7	56,2	58,9
Outros	13,4	12,1	16,9	11,1	11	13,3	6,8
Bilateral	43,6	41,7	46	46,7	48,6	46	45
AOD	36,6	36,4	39,3	42,3	41,2	39,6	41,3
Outros	7,6	5,3	6,7	4,4	7,4	6,4	3,7
Multilateral	17,5	19,2	23,7	22,9	21,1	23,5	20,7
AOD	11,1	12,4	13,5	16,2	17,5	16,6	17,6
Outros	6,4	6,8	10,2	6,7	3,6	6,9	3,1

Fonte: Bank for International Settlements, 1996a.

De forma quase simétrica ao que tem ocorrido na Ásia, a América Latina tem, nos anos 1990, absorvido uma parcela significativa de capitais de portfólio, de curto prazo, e demonstra pouca capacidade de absorção produtiva de capital estrangeiro [‘Barings Securities’, 1995, p. 5]. São múltiplas as razões por detrás desse comportamento, das quais queremos destacar, e explicar *muito sucintamente* três: (i) as diferentes ‘performances’ macroeconômicas, no que se refere tanto ao crescimento econômico quanto às taxas de acumulação; (ii) os diferenciais de rentabilidade de títulos de renda fixa e variáveis nessas regiões; e (iii) a regulamentação sobre a entrada de capitais.

É interessante notar que, para uma parcela significativa das economias latino-americanas, o retorno dos capitais estrangeiros privados se deu em uma conjuntura de baixo crescimento e acumulação, e altas taxas de inflação. Esse retorno dos fluxos

³⁰ A análise comparativa que se segue resume os achados de Studart (1994 e 1996).

foi, entretanto, altamente funcional no estabelecimento das condições necessárias para programas de estabilização com âncora cambial.³¹

Voltando à nossa comparação com a Ásia, assumindo-se que capitais de longo prazo são atraídos por expectativas de crescimento econômico, esse raciocínio pode explicar as características dos capitais que migram para a América Latina e Ásia, com performances macroeconômicas (acumulação e crescimento) quase simétricas.

Assim, como muitos observaram,³² a Ásia tem sido um forte pólo de atração de capitais de longo prazo, seja na forma de participação acionária, seja na forma de títulos e empréstimos consorciados. Inicialmente, esses capitais foram, por outro lado, absorvidos “produtivamente”, o que pode ser aferido pelo seu grau de monetização. Entretanto, a partir especialmente de meados de 1996, há indícios de um crescimento significativo de recursos voltados para mercados secundários de capitais, e aplicações *especulativas* em mercados mobiliários – o que de certa forma explica o ‘boom’ *especulativo* e posterior crise financeira e cambial por que passaram essas economias.³³

Mesmo que, a curto prazo, essa comparação seja motivo de pessimismo para a América Latina, devemos lembrar que, uma vez ultrapassado o período de estabilização e atração de recursos externos via privatização, será a retomada do crescimento que determinará a atratividade de capitais de longo prazo, tanto na forma de investimento direto, quanto na forma de crédito de longo prazo. Políticas nacionais e regionais voltadas para a expansão do investimento e a retomada sustentável do crescimento podem ter a capacidade de modificar esse quadro, trazendo para a nossa região fluxos de capital de longo prazo, inclusive investimento estrangeiro direto, em grandes volumes.

1.4 Organização do Estudo

Como já afirmamos, além da influência da regulamentação, o processo de desenvolvimento dos sistemas financeiros do MERCOSUL no futuro próximo será condicionado pelo contexto financeiro internacional em que se insere. Dentre essas transformações, são

³¹ Esse tipo de programa de estabilização mostrou-se eficaz na rápida redução da inflação, especialmente quando associado a uma expansão do grau de abertura comercial. Porém, sua sustentação quase sempre implica crescentes desequilíbrios de balança comercial. E, para sustentar tais desequilíbrios, altas taxas de juros são necessárias para atrair capitais necessários para manter níveis relativamente elevados de reservas internacionais, enquanto se requer um controle fino sobre a demanda interna para evitar que o crescimento do consumo gere desequilíbrios externos muito significativos. Em suma, esse tipo de plano tende a gerar uma *armadilha de estagnação* de difícil superação.

³² Ver ‘inter alia’ Baring Securities (1995) e Coutinho (1997).

³³ Não seria viável, no escopo deste trabalho, analisarmos as causas e as consequências das recentes crises em mercados emergentes. Mesmo porque ainda são por demais recentes para tirarmos conclusões de longo prazo.

particularmente importantes para as perspectivas de desenvolvimento dos SF nas economias emergentes:

- (i) a tendência à desregulamentação dos mercados financeiros nos países avançados;
- (ii) a crescente informatização de serviços e dos procedimentos contábeis para a liquidação de negócios;
- (iii) o crescimento das operações com derivativos, que vinculam o comportamento dos preços de diversos ativos (em direções pouco ou nada previsíveis); e
- (iv) o amplo processo de abertura e conseqüente globalização financeira que vem, gradativamente, “derrubando as cercas” dos mercados nacionais.

O avanço tecnológico e as tendências à desregulamentação e à abertura financeira – que são as raízes de todo esse processo de mudanças – tiveram origem nas economias mais industrializadas no início dos anos 1980, alcançando as economias em desenvolvimento da América Latina em fins dessa década. Em conjunto, essas mudanças vêm desenhando um novo perfil de SF nos países desenvolvidos e em desenvolvimento, cujos resultados mais visíveis, até o momento, são:

(a) um extraordinário aumento do grau de mobilidade internacional do capital, tanto no sentido *vertical* – de frequência e volume dos capitais envolvidos – quanto *horizontal* – pela ampliação do número de países que passam a fazer parte do mercado financeiro internacional; e

(b) a mudança no modo de atuação das instituições financeiras que, a partir da desregulamentação, vêm comandando um processo de desintermediação financeira e de *securitização*, traduzido pela crescente substituição do crédito bancário tradicional por sofisticadas operações de financiamento direto.

O lado positivo desse novo cenário financeiro internacional é que amplia o acesso dos mercados liberalizados (desregulamentados e mais abertos ao capital externo) a recursos novos, favorecendo, supostamente, as condições de financiamento e a oferta de serviços financeiros em geral. O lado negativo é que os mercados recém-ampliados tornam-se, também, mais vulneráveis às eventuais mudanças de rota do capital global e potencialmente mais voláteis e sujeitos à fragilização financeira. Esse risco, naturalmente, desfavorece o financiamento da atividade produtiva e a própria estabilidade macroeconômica, colocando em xeque a *funcionalidade* dos novos recursos.

Para economias como as do MERCOSUL, cuja experiência e estrutura financeira são predominantemente bancárias (e públicas), sem tradição em operações de longo prazo, e que ainda não desenvolveram satisfatoriamente o mercado de capitais, o risco de fragilização e “desfuncionalidade” do SF tende a ser ampliado. A tendência internacional à securitização aponta o mercado de capitais – ‘locus’ de negociação das ‘securities’ – como a via preferencial de entrada das aplicações financeiras dos países industrializados nas economias emergentes. Face à estreiteza e falta de tradição de

seus mercados de capitais, especialmente no segmento primário – no qual geram-se recursos novos –, essas economias arriscam-se, nos primeiros anos da abertura financeira, a enfrentar três tipos de problemas, estreitamente relacionados: (i) dificuldade de concorrência com economias com mercados de capitais mais robustos; (ii) concentração das captações externas no curto prazo (único que inspira confiança nos novos credores); e (iii) elevado custo de captação externa, manifesto nos ‘spreads’ exigidos pelos investidores externos, como compensação pelo risco da aplicação em mercados *pequenos* e sujeitos à volatilidade.

Assim, parece necessário fazer acompanhar o processo de abertura e mudanças institucionais dos SF ora em curso nas economias do MERCOSUL pela criação de instrumentos ou políticas financeiras capazes de contornar esses riscos.

Em face das questões expostas, a análise dos SF dos países do MERCOSUL será orientada por quatro objetivos principais:

(a) estudar comparativamente o grau de desenvolvimento de instituições e mercados financeiros nas economias do MERCOSUL;

(b) analisar o aparato regulatório vigente nesses países nos últimos anos, suas mudanças recentes e suas possíveis implicações para o processo de desenvolvimento desses sistemas;

(c) avaliar o grau de exposição desses SF aos riscos mencionados, de fragilização/volatilização dos mercados, e a disponibilidade de instrumentos e políticas para contorná-los; e

(d) tendo em vista os três pontos anteriores, analisar as possíveis barreiras à integração desses sistemas financeiros.

Passamos, portanto, à análise do desenvolvimento recente de cada um dos sistemas financeiros do bloco, por ordem estritamente alfabética.

2 O SISTEMA FINANCEIRO ARGENTINO

2.1 Antecedentes

2.1.1 Da Primeira Experiência de Liberalização à Desintermediação Financeira da Década de 1980

As bases do Sistema Financeiro Argentino (SFA) foram estabelecidas por uma reforma financeira implementada em 1977, com a criação da Lei de Entidades Financeiras (Lei nº 21 526, de 14/01/77). Embora tenha sofrido algumas modificações (em geral, acréscimos) desde então, essa lei é, até hoje, o principal marco regulatório do SFA.

Como observa Rivas (1997), ao contrário da maioria das experiências latino-americanas, o tipo de sistema financeiro implantado na Argentina em 1977 não tentou seguir o modelo estadunidense – segmentado, especializado e fortemente regu-

lamentado. O sistema então criado seguiu a linha da “desrepressão financeira” proposta por Shaw (1973) e McKinnon (1973), estabelecendo que “los bancos pueden desarrollar todas las actividades *financieras* posibles, siempre que no les sean expresamente prohibidas” (ênfase do original) [Rivas, 1997, p. 5].

Nessa linha, a reforma de 1977 procurou não só estimular a ampliação do leque de atividades das instituições financeiras – e dos bancos, em particular – mas também a concentração bancária, facultando às instituições existentes adquirirem participações acionárias, sem limites, em outras entidades. O entendimento, à época, era de que a concentração, elevando o porte dos bancos em operação, facilitaria a exploração de economias de escala e escopo pelo setor, aumentando, assim, sua eficiência microeconômica. A eficiência alocativa seria incrementada, de um lado, pela concorrência entre as instituições e, de outro, pela liberdade das instituições para atuarem nos setores de sua preferência.

A partir de dezembro de 1978, o processo de liberalização do SFA foi complementado com a ampliação do seu grau de abertura financeira, por meio de uma série de medidas que tornaram, gradativamente, menos restrita a entrada de capitais externos no país. Inicialmente, foi autorizada a captação de depósitos em moeda estrangeira pelos bancos argentinos e limitada a um ano o prazo mínimo para captação de empréstimos externos. Sucessivamente, esse prazo foi sendo reduzido, até ser totalmente eliminado, em 1979 [Fanelli e Machinea, 1997]. Além de estimular a competição no setor – peça importante para aumentar a eficiência do sistema, de acordo com o modelo de desrepressão financeira seguido – a abertura financeira de 1978 foi proposta, também, como meio de viabilizar um plano gradualista de estabilização de preços (adotado na mesma época), cujo elemento central era um programa de desvalorizações cambiais pré-fixadas, a taxas gradativamente menores. Nessas condições, era importante que a entrada de capital externo fosse facilitada.

Os primeiros efeitos das novas regras foram os esperados: a captação externa e o crédito doméstico foram fortemente estimulados. O fluxo de capitais autônomos para o país passa de US\$ 1,3 bilhão em 1978 para US\$ 4,9 bilhões em 1979 e US\$ 2,3 bilhões em 1980; o crédito interno se expande 144% em termos reais no mesmo período [‘op. cit.’, p. 142 e 146]. Contudo, após um curto período de expansão, o resultado da primeira experiência de liberalização financeira do país foi uma grave crise bancária, que se estendeu de 1980 a 1982, e a retração de suas atividades por toda uma década – mais precisamente, até a conquista da estabilidade monetária, com o Plano de Conversibilidade, em 1991.

Diversos fatores, associados ao cenário econômico internacional bem como à política macroeconômica e financeira doméstica, contribuíram para esse resultado. Internamente, a rápida expansão do crédito, promovida pelo forte ingresso de recursos externos e pela política de estabilização cambial, em um contexto institucional novo (menos regulamentado) para os bancos e para as próprias autoridades monetárias,

dificultou a avaliação e o controle do risco dos empréstimos por ambas as partes, resultando em rápido aumento dos índices de inadimplência sobre a dívida bancária. Além da simples falta de cautela dos bancos e de supervisão das autoridades, esse quadro foi também formado pela redução da capacidade de pagamento do setor exportador, cujas margens de lucro foram comprimidas pela combinação da política de desvalorizações cambiais decrescentes com taxas de inflação em franca aceleração – a valorização real do câmbio, acumulada ao longo de 1979/1980 foi superior a 50% (pelo IPC). À medida que os indicadores de inadimplência eram divulgados, crescia a desconfiança do público quanto à solidez dos bancos, levando à perda sistemática de depósitos.³⁴ Aliado à posterior contração do fluxo de recursos externos, esse movimento levou o sistema bancário argentino à grave crise de liquidez de 1980/1982.

No plano externo, foram fatores determinantes: (i) o segundo choque de preços do petróleo no mercado internacional, em 1979; (ii) a reação do governo dos EUA a esse episódio, elevando os juros domésticos, de modo a conter os efeitos inflacionários do choque de oferta; e (iii) a retração econômica dos EUA e da Europa, que se seguiu à reorientação da política monetária estadunidense. Nesse período, devido à política de abertura financeira implementada em fins da década de 1970, a Argentina acumulava uma dívida externa elevadíssima, de quase 50% do PIB [Casas, 1993, p. 93], a juros flutuantes. Aliada à elevada dependência da economia em relação ao petróleo importado, o crescimento da dívida e de seus encargos determinou um aumento brutal das despesas externas do país, fazendo o saldo em conta corrente reverter-se de um superávit de US\$ 1,8 bilhão em 1978 para déficits *anuais* de US\$ 4,7 bilhões em 1980 e 1981 [‘op. cit.’, p. 146]. Além disso, a política de abertura financeira facilitou enormemente a saída de capital – estratégia comum quando se pretende incentivar as entradas. Isso atuou como um verdadeiro “acelerador” da perda de reservas pelo país, à medida que a deterioração da conta corrente era percebida pelos investidores externos e locais (é sabido que boa parte dos recursos que deixavam o mercado financeiro argentino provinha de residentes).

Diante da absoluta escassez de divisas, o governo argentino é forçado a reverter a política de abertura financeira (e também comercial), impondo restrições a diversos tipos de transação (incluindo as importações) e centralizando o câmbio, em abril de 1982. A crise da dívida externa latino-americana, inaugurada pela moratória do México em setembro do mesmo ano, completou o quadro externo desfavorável, resultando em uma década de escassez de capital para toda a região.

Além da restrição externa e da crise bancária dos anos 1980/1982, a atividade financeira na Argentina foi prejudicada durante todo o resto da década de 1980 pelo quadro de desequilíbrio macroeconômico que se seguiu à crise da dívida, caracterizado por profundo desajuste fiscal, aceleração da inflação e deterioração das expectati-

³⁴ Esse quadro de desconfiança foi fortemente intensificado pela falência de um grande banco privado em março de 1980. Este episódio marca o início da crise de 1980/1982.

vas inflacionárias, em decorrência de diversas tentativas frustradas de estabilização – incluindo os *choques heterodoxos* dos Planos Austral (junho de 1985) e Primavera (agosto de 1988), além de dois choques de ajuste fiscal-monetário, representados pelos Planos Bung e Born (outubro de 1989) e Bonex (dezembro de 1989). Ao contrário do Brasil, que, sob circunstâncias econômicas semelhantes, no mesmo período, desenvolveu sofisticado e eficiente sistema de indexação de ativos, contendo a tendência à fuga da moeda, a Argentina passou por violenta *desmonetização* e dolarização informal. Esse processo, pelo qual o peso argentino era gradualmente substituído pelo dólar americano em todas as transações, comerciais e financeiras, em que tal substituição se mostrava possível, acabou por levar a economia a duas experiências de hiperinflação aberta, entre 1989 e 1990.

O fato de o sistema bancário ter passado por uma crise de liquidez pouco antes do agravamento dos problemas externo e inflacionário certamente contribuiu para as dificuldades dos bancos argentinos em atrair o poupador doméstico e driblar a tendência à desmonetização. Além disso, a aceleração inflacionária na Argentina tinha um forte componente de instabilidade política (de menor relevância no caso do Brasil dos anos 1980), formado por uma longa história de sucessões e gestões presidenciais difíceis.³⁵ Sob as condições de incerteza política e econômica em que se encontrava o país ao longo de toda a década de 1980 e do fracasso de diversas tentativas de estabilização monetária, foi impossível evitar a fuga de capital, a hiperinflação e a desmonetização da economia.

Nesse contexto, a capacidade de captação de recursos pelo sistema bancário local foi brutalmente comprimida. Apenas os bancos públicos – quatro de âmbito nacional e pelo menos um para cada uma das 23 províncias – foram capazes de manter a captação de depósitos e o crédito como parte importante de suas atividades. Contando com sistemáticas e pouco criteriosas operações de socorro de liquidez do BCRA, essas instituições eram capazes de oferecer aos poupadores taxas de juros mais atraentes que os bancos privados. Estes, por sua vez, restringiram-se às operações de curto prazo, especialmente as vinculadas à dívida pública, totalmente indexada à inflação. As reservas compulsórias, que passaram a ser remuneradas a taxas semelhantes às da dívida pública, tornaram-se a segunda “aplicação” mais rentável para os bancos.

³⁵ São ilustrativos dessas dificuldades: (i) a deposição do governo peronista (de viés populista), democraticamente eleito em 1973, por um golpe militar em 1976; (ii) o desequilíbrio fiscal que se seguiu ao golpe, provocado pelo aumento dos gastos militares; (iii) a entrada do país na Guerra das Malvinas em 1982, contra a Inglaterra, que agravou o problema fiscal; (iv) as dificuldades de administração da economia pelo primeiro presidente civil pós-golpe, Raúl Alfonsín, que assume em 1983, herdando uma economia completamente desajustada; (v) o complicado processo eleitoral para substituição de Raúl Alfonsín em 1989, sem liderança partidária bem definida, vencido pelo candidato peronista Carlos Menem, ao qual se atribuía alto risco de adoção de um modelo econômico intervencionista e populista, mais identificado com seu partido – temor que mostrou-se totalmente infundado, diante da postura radicalmente liberalizante assumida por Menem logo no início de seu governo.

Contudo, mesmo essas poucas fontes de negócios foram prejudicadas, quando se lançou o Plano Bonex, em dezembro de 1989. Esse plano alongou compulsoriamente os depósitos a prazo do público junto ao sistema bancário, bem como as obrigações do Tesouro e do BCRA com os bancos (inclusive as reservas compulsórias remuneradas), trocando todos esses passivos de curto prazo (sete dias, em média) por títulos de dez anos de maturidade e três de carência. A medida, naturalmente, abalou ainda mais a confiança do público nos bancos, gerando nova onda de perda de depósitos e dolarização (informal). Os depósitos em pesos no SFA caíram do equivalente a US\$ 11,3 bilhões em 1988 para US\$ 4,2 bilhões em 1990 [Fanelli e Machinea, 1997, p. 162]. O resultado desse processo foi a “quebra” do maior banco local em captação de depósitos – o Banco da Província de Buenos Aires – e o lançamento do país na segunda hiperinflação, apenas três meses depois de finda a primeira.³⁶

2.1.2 Da Segunda Experiência de Liberalização (1989/1994) à Crise de 1995

A partir de meados de 1989, já no início da gestão de Carlos Menem, a Argentina viveu um segundo ‘round’ de liberalização financeira, agora ainda mais radical que o de 1977, em termos de abertura cambial. Entre as principais medidas desse período, destacam-se:

- a Lei de Emergência Econômica (agosto de 1989), que concedeu ao capital externo, para fins de investimento direto, as mesmas condições de tratamento regulatório, crédito e tributário vigentes para o capital nacional;
- a Lei de Reforma do Estado (agosto de 1989), que regulamentou as privatizações de empresas públicas, inclusive bancos nacionais e provinciais, envolvendo incentivos à participação de investidores estrangeiros;³⁷
- normas do BCRA regulamentando e estimulando a captação de depósitos e operações de crédito em dólares pelos bancos argentinos (julho de 1989 e março de 1991) e liberalizando o mercado de câmbio (dezembro de 1989 e abril de 1991);
- o plano de estabilização monetária baseado na Lei de Conversibilidade (março de 1991), que instituiu o regime de ‘currency board’ no país, fixou a taxa de câmbio na paridade de 1 austral (a substituição pelo peso argentino só ocorre em janeiro de

³⁶ O primeiro episódio de hiperinflação na Argentina é identificado com o período que antecede a eleição que levou Carlos Menem ao poder, estendendo-se de abril a agosto de 1989, quando o IPC acumulou variação de 1.989,1% (média de 83,6% ao mês). Entre setembro e novembro de 1989, a inflação cedeu um pouco, mas com a implementação do Plano Bonex, os preços voltam a uma trajetória explosiva, dando origem à chamada segunda hiperinflação argentina, que se estende de dezembro de 1989 a março de 1990, período durante o qual o IPC acumulou alta de 693,2% (média de 67,8% ao mês).

³⁷ “En algunos casos, se estipuló la necesaria participación de consorcios extranjeros conformados para la participación en las diferentes privatizaciones. El capital extranjero participó del proceso con más del 57% del total de los fondos por privatizaciones” [BCRA, 1998a, v. II, p. 57].

1992) para 1 dólar, estabeleceu a livre conversibilidade entre o austral e qualquer outra moeda estrangeira e autorizou a realização de contratos no país em qualquer moeda;

- o Decreto de Desregulamentação do Mercado de Valores (novembro de 1991), que eliminou impostos e outras restrições às operações com títulos mobiliários;

- a nova Carta Orgânica do BCRA (setembro de 1992), definindo-o como autoridade monetária independente, vetando sua atuação como financiador do Tesouro Nacional e restringindo a limites estreitos seu papel de prestador de última instância para o sistema bancário;³⁸

- a liberação à entrada de novas instituições financeiras no mercado; e

- o Decreto nº 146/1994, que liberou e regulamentou a operação de instituições financeiras de capital estrangeiro, conferindo-lhes tratamento regulatório idêntico ao das instituições de capital nacional.

Em suma, entre 1989 e 1994, todos os controles sobre operações domésticas e externas do SFA, impostos durante o período de alta inflação e restrição externa, foram completamente eliminados. Voltou-se, assim, ao quadro institucional existente em fins da década de 1970, ou seja, a um sistema aberto ao capital estrangeiro, concentrado e formado por bancos universais, operando, praticamente, sem qualquer restrição legal. Além dessas mudanças regulatórias, dois fatores de ordem conjuntural influenciaram decisivamente as condições de operação do SFA nesse período:

(a) a estabilização de preços obtida pelo Plano de Conversibilidade a partir de abril de 1991, à base de um regime de câmbio fixo com ‘currency board’ e com a taxa de paridade entre o peso e o dólar estabelecida em lei. Isso reduziu de forma brusca e intensa os riscos inflacionário e cambial que dominavam o ambiente econômico até então, recriando condições macroeconômicas para a retomada do crédito, bem como de outros tipos de operação financeira;

(b) o contexto favorável em termos de liquidez internacional, entre fins da década de 1980 e início dos anos 1990, marcado por taxas de juros em queda e pela gradual recuperação econômica nos Estados Unidos, assim como na maior parte dos países mais desenvolvidos – tradicionais exportadores de capital para a América Latina.

Sob condições extremamente favoráveis nos planos institucional e macroeconômico, interno e externo, o SFA experimentou um período de forte recuperação de suas atividades na primeira metade dos anos 1990. O primeiro efeito benéfico das novas condições foi a remonetização da economia, promovida não só pela estabilização de preços, mas também pela retomada do fluxo de capitais externos (ver tabela A.1) – esta última, motivada pela própria estabilização, pela disponibilidade de liqui-

³⁸ De acordo com a Lei Orgânica, os empréstimos de socorro de liquidez do BCRA às instituições financeiras tinham valor limitado ao patrimônio líquido da instituição tomadora de crédito e o prazo limitado a 30 dias.

dez internacional e também pelo programa de privatizações implementado no país “a toque de caixa” entre 1990 e 1993.³⁹

Os depósitos no SFA se elevaram rapidamente a partir de 1991 (ver tabela A.2), revertendo o longo processo de desmonetização que caracterizou a década de 1980. Esse aumento é observado tanto nos depósitos em austrais/pesos quanto em dólares, mas é claramente mais intenso no segundo caso. Assim, o processo de remonetização da economia argentina pós-1991 foi acompanhado por uma mudança na composição da demanda por moeda e ativos, em termos de moeda nacional e estrangeira. A partir desse período, os depósitos em austrais/pesos, que representaram, em média, 83,6% dos depósitos totais no triênio 1988/1990, se reduzem à média de 54,4% entre 1991 e 1993 e à de 46% entre 1995 e 1998.

Aliado ao regime de ‘currency board’ em vigor e à opção do governo por manter uma política monetária passiva, não esterilizando os superávits do mercado cambial [Machinea, 1997], esse novo contexto permitiu aos bancos expandirem a oferta de crédito (ver tabela A.3), atendendo à demanda interna – impulsionada pela estabilização de preços – inclusive, a taxas de juros decrescentes (ver tabela A.4). Esse mesmo contexto beneficiou também outros segmentos do SFA (ver tabela A.5). O indicador de capitalização do mercado acionário (valor de mercado das empresas negociadas em bolsa) dá um salto de 2,6% do PIB em 1990, para 9,8% em 1991, mantendo-se na média de 15,3% a partir de 1993. O mercado de renda fixa também se expande no período (embora menos que o de renda variável), com seu índice de capitalização elevando-se de 3,3% do PIB em 1992 para a média de 14,1% a partir de 1995, liderado pelos títulos públicos.

Em suma, motivado pelas novas e mais favoráveis condições de acesso a recursos internos e externos e pelas oportunidades de negócios abertas por essas mesmas condições, pela estabilização de preços e pelo programa de privatização, o SFA viveu, a partir de 1991, uma fase expansiva bem semelhante à que se seguiu à liberalização financeira de fins da década de 1970, especialmente no que toca ao sistema bancário. E, nesse caso, a semelhança não se restringiu ao caráter expansivo do setor no período, estendendo-se também ao perfil da expansão em termos de fragilidade externa e financeira. O engessamento legal do câmbio, aliado ao elevado fluxo de capital externo e à postura passiva da política monetária, determinou um ritmo acelerado de crescimento do PIB, a taxas médias de 7,6 % ao ano entre 1991 e 1994. No contexto de ampla abertura comercial e rigidez cambial, esse crescimento foi liderado pelo setor de bens ‘non-tradeables’, cujas perspectivas de preços e taxas de retorno mostravam-se melhores que as do setor de ‘tradeables’ e também pela retomada do consumo doméstico. Além disso, o crescimento desses setores foi irrigado pela forte expansão do crédito bancário. O resultado *natural* dessa combinação de coisas, como se sabe, é

³⁹ Ao longo desse período, o ingresso de capital externo liquidamente destinado às privatizações (isto é, excluindo-se a parcela relativa à conversão de dívidas) foi de US\$ 7,2 bilhões.

a fragilização externa, refletida na geração de crescentes déficits na conta corrente do balanço de pagamentos (ver tabela A.1).

Além da reação (favorável) dos investidores externos ao Plano de Conversibilidade e da postura passiva das autoridades monetárias, esse salto do nível de atividade, com o perfil acima descrito, refletiu também o comportamento permissivo – e às vezes pouco criterioso – dos bancos locais. Como observam Fannelli e Machinea (1997, p. 161-166) e Machinea (1997, p. 41-46), a recuperação da capacidade de empréstimo do sistema bancário, embora se apoiasse, em grande parte, na captação de depósitos em dólares e de empréstimos no exterior, foi direcionada, em larga proporção, ao setor de ‘non-tradeables’ e às famílias – financiando, portanto, o consumo – cujas rendas são geradas em moeda nacional.

Assim, os bancos argentinos se viram expostos a dois tipos de risco nesse período: (i) o risco típico, associado à possibilidade de retração da renda nacional, podendo levar alguns devedores a uma situação de inadimplência; e (ii) o risco peculiar ao perfil dolarizado do SFA, associado ao descasamento de moedas entre o passivo e o ativo dos bancos, que os colocava em uma posição vulnerável diante de eventuais aumentos no custo das captações em dólares. Ainda que as taxas *ativas internas* seguissem a mudança nas taxas *passivas externas*, isso levaria tempo para se refletir no balanço dos bancos – o tempo de maturação dos empréstimos já em carteira – e poderia esbarrar na retração da demanda doméstica por crédito – impedindo, nesse caso, que as taxas domésticas mais altas fossem incorporadas à receita dos bancos na mesma proporção do aumento do seu custo de captação.

Em segundo lugar, como mostra a tabela A.4, embora as taxas de juros tenham caído com a estabilização, essa queda se deu a um ritmo bem inferior ao da queda da inflação, mantendo, portanto, os juros reais em níveis elevados – o que representava outro fator de risco de crédito para os bancos. Por fim, havia o risco financeiro tipicamente associado a movimentos de brusca reversão favorável das expectativas, que tendem a tornar firmas e consumidores mais propensos ao endividamento, bem como as instituições financeiras mais propensas a emprestar. Nesse ambiente, a expansão (acelerada) do crédito tende a vir acompanhada de deterioração da qualidade do ativo dos bancos.

O aumento dos juros nos EUA ao longo do ano de 1994, que (aliado a fatores domésticos) conduziu à crise cambial mexicana em dezembro do mesmo ano, provocando a reversão do fluxo de capital para os mercados emergentes no ano seguinte, expôs a fragilidade das condições de expansão econômica da Argentina nos primeiros anos da década de 1990. Face à rigidez legal do regime cambial e de seu papel-chave como âncora da estabilidade de preços – não só pela relação direta com os preços dos ‘tradeables’, mas também por seu efeito sobre as expectativas inflacionárias – o governo envidou todos os esforços para preservar o regime e a própria taxa cambial. Outro importante empecilho à desvalorização era, e ainda é, o elevado grau de

dolarização do SFA. Em 1993, mais de 50 % do passivo das instituições financeiras em operação no país era denominado em dólar (ver tabela A.2), o que tornava a via do ajuste cambial uma fonte certa de crise bancária.

Descartada a hipótese de mudança no regime cambial-monetário, o ajuste da economia argentina ao chamado efeito “tequila” foi promovido por uma combinação de ajuda internacional – envolvendo principalmente recursos do FMI e do Banco Mundial – e contração da demanda (absorção) interna. Esta última, mais que uma opção de política econômica, foi uma imposição dos fatos, pois, com a reversão do fluxo de capital externo e a manutenção do regime de ‘currency board’, a restrição monetária e, portanto, da atividade econômica tornava-se inevitável. Assim, o PIB argentino sofreu retração de 4,6% em 1995, reduzindo o déficit em conta corrente para 0,8% do PIB – 2,5 pontos percentuais abaixo do registrado em 1994.

Diante da forte expansão do crédito nos anos anteriores e de sua concentração em setores diretamente afetados pela demanda agregada doméstica, o ajuste recessivo também não foi capaz de evitar o surgimento de dificuldades para os bancos – embora, possivelmente, estes tenham sido menos graves que os que adviriam de um ajuste cambial naquele momento. Dados do BCRA (1998a, p. 34) mostram que os indícios dessas dificuldades já estavam presentes em fins de 1994, quando o resultado da operação do sistema bancário consolidado registrou prejuízo equivalente a 4,7% do patrimônio líquido do setor – uma reversão brutal em relação ao lucro de 17,1% em igual período do ano anterior (dados do quarto trimestre, anualizados). Em termos de desempenho financeiro, o auge da crise foi atingido no segundo trimestre de 1995, quando o setor registrou perda equivalente a 12,2% do patrimônio líquido.

Na raiz dessa perda de rentabilidade estiveram dois fatores: (i) a inadimplência de firmas e consumidores surpreendidos com a retração econômica; e (ii) o abalo da confiança dos correntistas, à medida que se agravavam e vinham a público os indicadores de inadimplência. Essa combinação de fatores levou à crescente perda de depósitos pelo sistema bancário que, entre fins de 1994 e meados de maio de 1995, atingiu o alarmante nível de \$ 8,4 bilhões – cerca de 19% dos depósitos existentes em dezembro de 1994 [Lopetegui, 1996, p. 14]. Essa perda foi parcialmente compensada pela atuação do BCRA, de duas formas: (i) como prestador de última instância, por meio de operações de redesconto e mercado aberto, no valor de \$ 2,4 bilhões (28,5% da perda total); e (ii) relaxando exigências de encaixes (reservas) pelos bancos, o que gerou uma *liberação* de \$ 3,4 bilhões (40,5% da perda) de recursos para o sistema. Contudo, o socorro do BCRA foi insuficiente para conter a crise no plano da iliquidez, tornando-se inevitável a insolvência de diversas instituições – especialmente as de menor porte – e a reestruturação do setor após a crise.

2.2 Regulamentação e Reestruturação do SFA Após a Crise de 1995

Apesar de seus indiscutíveis custos econômicos e sociais, a experiência de 1995 teve o mérito de alertar as autoridades monetárias para a necessidade de se reforçar, ou mesmo criar, regras de comportamento prudencial e mecanismos de defesa do SFA contra situações de crise de confiança. O fato é que, até 1994, a política financeira implementada pelo governo Menem foi direcionada apenas pelo objetivo de ampliar o leque de oportunidades de negócios para o SFA, sem muita preocupação com as possíveis conseqüências da liberalização sobre o grau de fragilidade a que o sistema passaria a se expor sob as novas condições de operação. Assim, grande parte dos critérios que hoje regulam a operação do SFA foi criada em reação à crise de 1995.

Partindo-se de uma situação de crise sistêmica, o primeiro instrumento de defesa criado pelo BCRA, ainda em março de 1995, foi o Fundo Fiduciário de Capitalização Bancária (FFCB). O FFCB foi um programa de reestruturação do setor, apoiado por recursos públicos – do próprio BCRA – tendo como objetivo “[la] capitalización y fortalecimiento del sistema financiero argentino”, incluindo, para tanto, a possibilidade de que “algunas entidades financieras que han sufrido en mayor medida el retiro de depósitos (...) se fusionem con otras entidades más prestigiosas y solventes” [BCRA, 1995, p. 3]. Assim, os recursos do FFCB foram destinados a instituições em dificuldades – apenas àquelas com maiores chances de recuperação a partir do aumento do grau de capitalização – e também a instituições sólidas, em condições de recuperar as insolventes, por meio de fusão ou aquisição direta. Desde sua primeira operação, em julho de 1995, até novembro de 1998, o FFCB aportou \$ 326,8 milhões a instituições envolvidas em processos de reestruturação [BCRA, 1998a, v. II, p. 55].

Em maio de 1995, cria-se o Fundo de Garantia dos Depósitos (FGD), de caráter permanente. Ao contrário do FFCB, o FGD foi formado apenas por recursos privados, com base em contribuições compulsórias das próprias instituições financeiras, oferecendo garantia limitada aos depósitos à vista e a prazo.⁴⁰ O FGD atua também como parte do programa de capitalização e reestruturação bancária criado em março de 1995. Além da cobertura de depósitos, os recursos do FGD podem ser usados para: “i) efectuar aportes o prestamos a entidades financieras que estén sujetas a un plan de regularización y saneamiento; ii) efectuar aportes o préstamos a entidades financieras que adquieran activos y asuman a su cargo el pago de los depósitos de otra entidad que esté sujeta a un plan de regularización y saneamiento; iii) celebrar, con entidades financieras que participen en la reestructuración de otra, contratos de opción de venta a favor de la entidad adquirente de los activos transferidos; iv) adquirir depósitos de bancos suspendidos” [BCRA, 1998b, p. 27-28]. Entre julho de 1995 e novembro de 1998, o FGD alocou \$ 568,4 milhões a programas de reestruturação bancária [BCRA, 1998a, v. II, p. 55].

⁴⁰ Os limites de garantia são apresentados na seção 2.5.

Por fim, foi reforçada uma série de exigências do BCRA quanto às regras de prudência bancária estabelecidas no Acordo de Basiléia (de 1994) e a outros critérios de liquidez e solvência do SFA, envolvendo requisitos mínimos de capital e liquidez, avaliação do grau de risco do ativo bancário, exigências de diversificação da carteira de crédito e de provisões contra créditos duvidosos, além de outros controles. Os principais componentes do aparato regulatório do sistema financeiro em vigor na Argentina encontram-se resumidos na seção 2.5.

O principal foco das mudanças regulatórias implementadas após a crise de 1995 foi o controle do grau de liquidez do sistema, que foi reforçado por dois novos instrumentos: (i) a política de requisitos mínimos de liquidez, que substituiu o mecanismo convencional de recolhimentos compulsórios; e (ii) o Programa Contingente de Pases (PCP), um mecanismo inovador de socorro de liquidez para os bancos locais, por meio do socorro de liquidez ao BCRA por bancos internacionais. A novidade da política de requisitos mínimos de liquidez, em relação aos recolhimentos compulsórios, consistiu, basicamente, na ampliação da base de cálculo das exigências de reservas, para contemplar *todos* os passivos bancários – e não somente os depósitos à vista e de poupança, como no sistema anterior. Com isso, o grau de liquidez do SFA elevou-se da média de 10,8% dos depósitos, atingida em 1995, para 15,9% no ano seguinte (ver tabela A.6).

O PCP, criado em fins de 1996, estabelece contratos entre bancos internacionais e o BCRA, pelos quais a autoridade argentina adquire o direito de vender à contraparte, com acordo de recompra, títulos públicos e letras hipotecárias denominados em dólares, recebendo o pagamento na mesma moeda. Assim, durante a vigência dos contratos, os bancos internacionais participantes do programa (atualmente são 13) disponibilizam uma linha de crédito externo de curto prazo para o BCRA – uma espécie de *cheque especial* em dólares – cujos recursos podem ser sacados para aplicação a empréstimos de última instância em períodos de crise de liquidez no sistema bancário argentino.⁴¹ Os contratos têm duração mínima de dois anos e máxima de cinco, podendo, a critério das partes, serem renovados a cada três meses, nas mesmas condições do contrato original, incluindo custos e prazos. O custo dos recursos para o BCRA é de 200 pontos básicos (dois pontos percentuais) sobre a taxa Libor, ao ano.

Embora o PCP não amplie diretamente a liquidez dos bancos argentinos, reforça a liquidez *sistêmica* do setor, porque instrumentaliza o BCRA para atuar como emprestador de última instância, *em dólares*, sempre que os bancos em operação no país se virem em dificuldades para honrar seu passivo em depósitos nessa moeda – que representa 55% do total de depósitos no sistema bancário argentino (ver tabela A.2). De acordo com o próprio BCRA, “Los requisitos de liquidez junto a las reservas excedentes del Banco

⁴¹ De acordo com o Comunicado nº 32 794 do BCRA, de 12/11/98, “El Programa Contingente de Pases es un “seguro de liquidez sistémica” [aspas do original] implementado por el BCRA, que le permite obtener divisas mediante la venta [a bancos internacionais], con compromiso de recompra, de títulos públicos del gobierno argentino, en caso de una caída significativa en el nivel de depósitos”.

Central de la República Argentina hacen que el programa contingente de pases aparezca como un seguro de liquidez que no será utilizado sino en crisis muy graves – superiores a la del “Tequila” –, pero que presenta un importante poder disuasivo, generando confianza de los agentes económicos en el sistema financiero argentino”. Por essa razão, os recursos do PCP passaram a integrar o *indicador de liquidez sistêmica* apurado pelo BCRA, associados aos requisitos de liquidez antes existentes.

A primeira operação do PCP data de dezembro de 1996, abrindo uma linha de crédito no valor de US\$ 6,1 bilhões para o BCRA – equivalente a 11,5% dos depósitos totais do sistema (ver tabela A.2). Assim, a liquidez sistêmica dos bancos argentinos elevou-se da média de 15,9% dos depósitos totais, em 1996, para 28,9%, em 1997 (ver tabela A.6). Em dezembro desse mesmo ano, o programa foi ampliado em US\$ 600 milhões e, em novembro de 1998, em mais US\$ 1 bilhão, com base em créditos cedidos pelo Banco Interamericano (BID) e pelo Banco Mundial, no valor de US\$ 500 milhões cada [BCRA, 1998g]. Assim, atualmente, o PCP envolve recursos de US\$ 7,7 bilhões, equivalentes a 10% dos depósitos totais em setembro de 1998, elevando a liquidez do sistema para quase 30% (ver tabela A.6).

2.3 Resultados da Política Financeira pós-1995 e Estrutura Atual do SFA

O desempenho do sistema bancário a partir de 1995 (ver tabela A.6) mostra que a política financeira implementada pelo BCRA – incluindo o programa de reestruturação do setor bancário e o

reforço das regras de controle prudencial – foi exitosa em diversos aspectos:

- a rentabilidade do SFA (em percentual do ativo), que havia caído a 2,6% negativos no ano da crise, elevou-se a 4,1% em 1996 e a 7,5% em setembro de 1997 (antes da crise asiática atingir a América Latina);
- a dependência do sistema com relação a receitas de juros foi reduzida, indicando que houve diversificação da atividade financeira; essa diversificação pode ser mais claramente percebida na composição do ativo dos bancos privados (ver tabela A.7), em que o peso dos empréstimos se reduz de 60,9% em 1995 para 47% em 1998;
- as provisões dos bancos privados sobre o crédito total e em atraso foram aumentadas;
- o grau de liquidez do sistema foi ampliado (ver seção anterior);
- o peso dos ativos de risco no ativo total dos bancos e de todo o SFA foi reduzido (especialmente a partir da crise asiática); e
- os requisitos mínimos de capital continuaram sendo cumpridos com folga, tanto em relação aos critérios do Acordo de Basileia, quanto aos critérios mais rígidos, estabelecidos pelo BCRA.

Por conta dessas mudanças, a capacidade de reação do sistema ao contágio das crises cambiais asiática (outubro de 1997), russa (agosto de 1998) e brasileira (janeiro

de 1999) foi, até o momento, visivelmente maior do que no período da crise mexicana. Embora o SFA tenha sido desfavoravelmente atingido pelas crises recentes, seus efeitos não foram tão fortes a ponto de levar o sistema a repetir os resultados negativos associados à crise mexicana. O nível mais baixo atingido pela relação resultado/patrimônio líquido após as crises foi de 1,2%, no quarto trimestre de 1997 [BCRA, 1998a, p. 34], mas, ainda assim, o ano se encerrou com retorno total de 6,3% e, até setembro de 1998 (último dado disponível), esse indicador, embora em queda, mantém-se positivo (3,8%).

Como é típico em casos de contágio, essa perda de rentabilidade explica-se, essencialmente, pela queda dos preços dos ativos, cuja participação na formação do resultado líquido do SFA se reduziu da média de 18,8% em 1996/1997 (até setembro) para 10,5% em setembro de 1998 (dado anualizado). Essa queda torna-se ainda mais significativa se observarmos que o próprio resultado líquido sofreu contração, da média de 5,8% do ativo para 3,8% no mesmo período. O efeito da crise externa sobre a rentabilidade do SFA só não foi maior porque foi parcialmente compensado pela redução dos custos bancários administrativos e por inadimplência. Esta última é, em grande parte, resultado do reforço de controles prudenciais sobre as operações de crédito. A redução de custos administrativos, porém, reflete outro aspecto da reestruturação do SFA pós-1995.

Além de mudanças regulatórias, o SFA passou por importantes mudanças estruturais nesse período, associadas ao processo de concentração do setor, promovido pela política financeira do BCRA, por meio do FFCB e do programa de privatizações de bancos públicos. Tanto as privatizações quanto a política de concentração – incentivada pela exposição das instituições financeiras à concorrência interna e externa, a partir da liberação à entrada de novas instituições, nacionais e estrangeiras, no mercado argentino – tiveram início nos primeiros anos do governo Menem, mas o ritmo de implementação dessas políticas foi fortemente acelerado a partir da crise de 1995 [Burdisso, Amato e Molinari, 1998].⁴²

Além da simples recuperação financeira do sistema bancário, as privatizações e o programa apoiado no FFCB previam que a reestruturação do setor se desse por meio da concentração do mercado. Assim, o número de entidades financeiras em operação na Argentina passou de 182 em junho de 1995 para 129 em setembro de 1998 e o número de bancos públicos se reduziu de 32 para 18 no mesmo período [BCRA, 1997, p. 15; BCRA, 1998f, p. 9], processo que foi acompanhado do aumento do tamanho das instituições.

⁴² O programa de privatização de bancos na Argentina tem início em 1991, mas somente em 1993 ocorre, de fato, a primeira transferência ao setor privado – a do Banco Corrientes. Em 1994, são transferidos três bancos à iniciativa privada e, em 1995, mais cinco. A partir de então, o programa é acelerado, e quinze bancos são privatizados somente em 1996 [Burdisso, Amato e Molinari, 1998, p. 9].

A concentração bancária na Argentina pode ser claramente percebida também na distribuição do ativo e dos depósitos totais do SFA. A participação dos dez maiores bancos do país nesses dois itens é crescente nos últimos anos, sendo, respectivamente, de 44,7% e 42,1% em setembro de 1998 (ver tabela A.8). As economias de escala decorrentes dessa concentração viabilizaram a redução dos custos operacionais e administrativos do setor, e, como se pode ver na tabela A. 6, é o que, essencialmente, explica o aumento da rentabilidade dos bancos argentinos a partir de 1995, pois o retorno sobre empréstimos (juros) e serviços se reduz e o retorno sobre ativos se eleva apenas moderadamente no período.

Em face das condições de operação do SFA à época, esse processo de concentração foi acompanhado de um movimento de desnacionalização do setor. O fato é que as instituições estrangeiras em operação no país desfrutavam, em média, de uma situação financeira mais sólida que as de capital (predominantemente) nacional, porque: (i) sendo, em geral, maiores que as nacionais, podiam explorar melhor as vantagens de economia de escala e escopo, normalmente associadas a bancos universais [Santos, 1998]; e (ii) tendo matrizes nos países mais desenvolvidos, exportadores de capital (inclusive para a Argentina), gozavam de melhores 'ratings' junto às agências internacionais de classificação de risco e, por conseguinte, de melhores condições de captação de recursos no exterior – o que, em um sistema em que cerca de metade da demanda por moeda e ativos do público é exercida em dólares, apresenta-se como uma vantagem fundamental.

Essas condições colocaram as instituições estrangeiras em posição vantajosa para adquirir as instituições nacionais em dificuldades. Além disso, o governo Menem nunca impôs qualquer tipo de restrição à ampliação da presença estrangeira no SFA, tendo, ao contrário, incentivado essa tendência *natural* (natural em face das melhores condições de concorrência dos bancos estrangeiros). Assim, o SFA apresenta-se, hoje, como um típico e bem organizado sistema de *banco universal*: concentrado, formado por instituições bancárias privadas de grande porte, sujeitas a controles prudenciais de padrão internacional. Os bancos são o principal tipo de instituição financeira no país, tanto em número, quanto em detenção de ativos, concentrando 99% dos ativos totais do SFA em setembro de 1998, sendo essa participação de 70% para as instituições privadas (ver tabela A.5). O mercado de capitais teve grande expansão no início da década de 1990 mas não avançou muito desde então, nem quanto ao número de empresas negociadas, nem quanto aos índices de capitalização em relação ao PIB (ver tabela A.5) ou em relação ao ativo total do SFA: o valor de mercado das empresas participantes desse mercado é, hoje, pouco superior a 30% do ativo total detido pelo SFA (ver tabela A.9). Da mesma forma, os fundos de investimento e pensão são ainda pouco expressivos no país em termos de comando sobre ativos, quando comparados às instituições financeiras (ver tabela A.9).

A peculiaridade do SFA é que, dentro do sistema bancário, as instituições líderes do mercado são as de capital estrangeiro. Em setembro de 1998, entre os dez maiores

bancos privados, sete eram de capital estrangeiro.⁴³ Na base dessa liderança encontram-se as melhores condições de captação desses bancos, tanto de poupança externa – pelas razões já apontadas – quanto doméstica, provavelmente porque inspiram maior confiança do público. Os bancos estrangeiros concentram: (i) 48% das contas correntes do país, enquanto os privados nacionais, 25% e os públicos, 27%; (ii) 45% das contas de poupança, enquanto os privados nacionais e públicos, 30% e 26%, respectivamente; e (iii) 37% das contas de depósitos a prazo, enquanto os nacionais, 29% e os públicos, 34% (ver tabela A.10).

Outro fator que explica a liderança dos bancos estrangeiros no mercado argentino são os menores custos administrativos com que operam esses bancos, em comparação com os nacionais privados e públicos: a proporção do pessoal ocupado nestes últimos é igual (bancos privados nacionais) ou maior (bancos públicos) que nos estrangeiros (ver tabela A.10), embora suas participações no ativo total do sistema seja bem menor, como vimos (ver tabela A.8). Assim, o ativo gerado por pessoal ocupado é maior nos bancos estrangeiros.

Dados relativos à clientela de empréstimos mostram ainda que, além de concentrarem a maior parcela do ativo, os bancos estrangeiros operam com empréstimos de valor médio maior que os nacionais privados, sugerindo que seus clientes (empresas) são de maior porte: os dois grupos de bancos têm, praticamente, a mesma fatia do mercado em número de clientes (ver tabela A.10), mas os estrangeiros têm participação maior no ativo total do sistema. Como as empresas de maior porte são, em geral, as de menor risco, pode-se inferir que a qualidade do ativo dos bancos estrangeiros é melhor que a dos bancos nacionais.

Os indicadores do modo de operação do sistema bancário argentino mostram que a atual liderança dos bancos estrangeiros apóia-se na sua maior eficiência *microeconômica* quando comparados aos nacionais. Esta, por sua vez, não decorre de condições institucionais (regulatórias) mais favoráveis, mas explica-se por fatores de natureza estrutural e histórica, entre eles: (i) as economias de escala e escopo decorrentes da maior dimensão dos bancos estrangeiros; (ii) a melhor reputação de que gozam esses bancos junto aos poupadores externos e domésticos, que favorece suas condições de captação de recursos; e (iii) provavelmente, a maior experiência desses bancos na captação e aplicação de recursos, especialmente a prazos mais longos. Nessas condições, as vantagens comparativas dos bancos estrangeiros sobre os nacionais em operação na Argentina tendem a persistir por muito tempo, realimentando sua liderança no mercado.

⁴³ Os dez maiores bancos privados em operação na Argentina em setembro de 1998 eram, em ordem decrescente: 1ª) Banca Nazionale del Lavoro S.A.; 2ª) Banco Francês S.A.; 3ª) BankBoston National Association; 4ª) The Chase Manhattan Bank; 5ª) Banco Bansud S.A.; 6ª) Banco Rio de la Plata; 7ª) Citibank N.A.; 8ª) Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.; 9ª) Bank of America Nat. Trust and Saving; 10ª) HSBC Banco Roberts S.A. [BCRA, 1998f, p. 71]. Os quatro primeiros, o sétimo, o nono e o décimo têm controle de capital estrangeiro.

A forte presença de bancos estrangeiros no SFA explica, em grande parte, a evolução recente da estrutura ativa e passiva do sistema bancário privado. Embora, como reconhece o próprio BCRA, as operações de longo prazo não se configurem ainda como um negócio importante para os bancos em operação no país,⁴⁴ alguns indicadores sugerem que mudanças nesse sentido, em especial na linha da securitização, já estão em curso. Entre estes estão: e

- aumento da participação da renda com ativos na formação da rentabilidade do SFA, em detrimento da contribuição da renda de juros (ver tabela A. 6);
- redução da participação dos empréstimos no ativo total dos bancos privados, concomitante ao significativo aumento do peso relativo de “outros créditos por intermediação financeira” (ver tabela A. 7); e
- redução (ainda que bastante modesta) do peso relativo dos depósitos (à vista e a prazos curtos) no passivo dos bancos privados, acompanhada do aumento de “outras obrigações por intermediação financeira” (ver tabela A.7).

Todas essas mudanças indicam algum avanço das operações de securitização, em substituição aos empréstimos convencionais que, na Argentina – assim como nos demais países do MERCOSUL, marcados pela instabilidade macroeconômica – sempre se concentraram no curto prazo. Além disso, na experiência de outros países, a securitização tem se desenvolvido como alternativa, basicamente, ao crédito bancário de longo prazo – e não de curto. Assim, indicadores de expansão desse tipo de operação apontam para o alongamento do prazo médio dos negócios bancários, embora em novas bases.

Contudo, é notável que sobrevivam ainda, no SFA, algumas características típicas do antigo modo de operação, concentrado a curto prazo (ver tabela A.7):

- o peso dos títulos públicos no ativo dos bancos privados elevou-se de 3,8% em 1994 para a média de 9,6% entre 1995 e 1998, indicando maior demanda por liquidez por parte dessas instituições;
- embora a dependência dos bancos com relação aos depósitos como fonte de financiamento venha se reduzindo nos últimos anos, esse item ainda representa cerca de 50% do passivo dos bancos privados – percentual superior ao do Brasil, por exemplo, onde a soma dos depósitos à vista, a prazo e de poupança, em fins de 1997, representava 42% do passivo dos bancos múltiplos;

⁴⁴ “En Argentina el problema de descalce de plazos existe en el sistema financiero argentino pero, a nivel sistémico, no constituye un problema muy serio en la actualidad. Sin embargo, considerando que el sistema há crecido alrededor de 20 por ciento anual en los últimos años, esta situación puede cambiar rapidamente. En particular, el problema puede incrementarse en la medida en que: crezca el mercado de crédito a largo plazo, en particular hipotecas y prendas sobre automotores (...)”. [BCRA, 1998a, v. I, p. 45].

- a participação dos títulos de renda variável (típicos das operações de securitização) na composição da carteira de investimentos dos fundos de investimento e de pensão vem decrescendo nos últimos dois anos, além de ser ainda modesta (também menor que no Brasil): respectivamente, de 6,8% e 20,7%, em média, no ano de 1998 (até o terceiro trimestre, ver tabela A.9); e

- a capitalização do mercado acionário em relação ao ativo dos bancos privados tem decrescido a partir de 1994, passando de 75,6% do ativo total desses bancos, nesse ano, para 44,7%, no primeiro semestre de 1998 (percentuais obtidos a partir das tabelas A.5 e A.7).

2.4 Considerações Finais:

Vantagens e Riscos da Estrutura Atual do SFA

A conformação estrutural do SFA, caracterizada pelo modelo de banco universal, pelo elevado grau de dolarização e pela hegemonia das instituições estrangeiras, apresenta algumas vantagens, como aponta o BCRA (1998a, v. II, p. 41-42):

- tende a reduzir a fragilidade financeira do sistema, na medida em que o sistema passa a incorporar instituições mais sólidas;
- melhora o acesso do sistema financeiro argentino (e do país) a recursos externos – o que, em um sistema dolarizado, é de fundamental importância; e
- incorpora critérios e experiência internacionais de supervisão bancária aos vigentes no país.

Por outro lado, a hegemonia estrangeira no SFA envolve, também, alguns riscos importantes:

- como qualquer outro investimento externo direto, o capital investido no setor financeiro eleva as despesas do país com a remessa de lucros ao exterior, e é, portanto, um potencial fator de fragilização externa;
- à maior facilidade de acesso a recursos externos corresponde, também, maior facilidade de retirada desses recursos em períodos de grande incerteza, seja pelo aumento das remessas de lucros às matrizes, seja pela opção de aplicar em outros mercados – cujo acesso, aliás, é mais fácil para instituições globalizadas;
- além disso, como observa o próprio BCRA, no mesmo documento em que aponta as vantagens da desnacionalização do SFA, “lo que há sucedido [na Argentina] es que bancos extranjeros han adquirido acciones de bancos nacionales y no que operan como sucursales de bancos extranjeros”. Isso facilita ainda mais a retirada de capital do país, reforçando o risco acima apontado; e
- a maior facilidade de acesso a recursos externos, decorrente da boa reputação dessas instituições, não elimina o risco cambial envolvido nesse tipo de operação, que depende, em última instância, da forma como é administrada a política macroeconômica.

mica local – mesmo na Argentina, onde o regime cambial e a taxa de câmbio são definidos em lei, sua sustentação depende das condições macroeconômicas vigentes.

Além desses riscos, a sustentação do regime cambial permanece sendo um risco importante para o SFA. Vale lembrar que a crise de 1995 não resultou *apenas* da ineficiência das instituições nacionais, da falta de uma legislação e supervisão bancárias adequadas, ou da dificuldade de explorar economias de escala, decorrente de uma estrutura bancária pouco concentrada. Por trás dos problemas de 1995 estiveram também algumas características institucionais da economia e do sistema financeiro do país que ainda estão presentes:

- compromisso do país, estabelecido em lei, com o câmbio fixo associado ao regime de ‘currency board’ nessas condições, a oferta monetária doméstica e, portanto, a própria solvência dos devedores em moeda nacional ficam à mercê da oferta de divisas;
- a ampla abertura e liberalização financeira que caracterizou a legislação bancária argentina desde fins da década de 1980 que, em face da experiência de dolarização da década de 1980, marcada pela hiperinflação, conduziu à dolarização institucionalizada, e não à remonetização da economia rumo à moeda nacional – o fato de que, até hoje, os depósitos em dólares no SFA rivalizam com as retenções em pesos, representando mais de 50% dos depósitos totais, é uma demonstração de que a confiança do público na solidez dos bancos locais e no peso não foi satisfatoriamente recuperada.

Assim, a fragilidade financeira da Argentina é, em grande parte, intrínseca a seu regime cambial-monetário e ao modelo de regulação do sistema financeiro adotado pelo país: de total liberdade cambial. Essas condições institucionais tornam o grau de liquidez e a segurança de todo o sistema extremamente dependentes das condições de acesso a recursos externos, exigindo a geração constante de superávits comerciais, capazes de evitar déficits importantes na conta corrente, e/ou a ampliação sistemática do endividamento do SFA em dólares, em uma estratégia de “rolagem” de seus passivos.

Em suma, a operação do SFA durante a primeira metade da década de 1990 evidenciou duas fontes fundamentais de risco, que estiveram na raiz da crise bancária de 1995: (i) o risco bancário típico, associado à velocidade de expansão e ao perfil temporal e setorial do crédito; e (ii) o risco peculiar à forma de organização do SFA, associado a seu elevado grau de abertura e, especialmente, de dolarização. As medidas prudenciais adotadas pelo BCRA a partir de 1995, aliadas ao processo de concentração e desnacionalização do sistema bancário, aparentemente vêm sendo capazes de contornar o primeiro tipo de risco. Quanto ao segundo, os instrumentos de defesa de que dispõe a economia são o PCP e, como alega o BCRA, a forte presença de bancos estrangeiros. O PCP, sem dúvida, ajuda a contornar o risco externo, na medida em que se constitui em uma linha de crédito de emergência. Contudo, sua manutenção depende, em última instância, da “boa vontade” dos bancos internacionais em renovar sistematicamente os contratos com o BCRA.

Assim, da mesma forma que a hegemonia estrangeira no SFA, o PCP não é, exatamente, um “seguro” contra a fragilização financeira e externa do país, como parecem crer os gestores do BCRA. Ambos atuam, na verdade, como um empréstimo renovável sob restrições. Se as condições macroeconômicas (os “fundamentos”) e, especialmente, cambiais do país não cumprirem determinado padrão de qualidade – definido pelos investidores externos – o “empréstimo” não será renovado e as dificuldades decorrentes do fato de o sistema bancário local deter mais da metade de seus depósitos em moeda que o país não produz virão à tona.

O elevado grau de dolarização ainda é, portanto, um importante foco de risco para o SFA, apesar dos indiscutíveis avanços por que passou o setor a partir de 1995. Sob tal condição, na prática, o mais importante “instrumento” de defesa do SFA é a presença dos bancos estrangeiros. Sua importância, porém, não se justifica exatamente pelas razões de ordem técnica apontadas pelo BCRA, e sim pela influência que certamente essa presença exerce sobre a “boa vontade” das instituições internacionais para com a economia argentina, de manterem o fluxo de capitais para o país e, principalmente, de socorrerem o sistema bancário local, por meio do PCP. Muitas dessas instituições têm filiais ou elevadas participações acionárias no sistema bancário argentino, de modo que, em última instância, ao concederem crédito ao país – diretamente ao setor privado ou por intermédio do BCRA (PCP) –, estão salvaguardando seus próprios interesses. Assim, a desnacionalização do sistema bancário tem sido a principal “âncora” da estabilidade financeira argentina dos últimos anos, explicando, inclusive, sua maior resistência do sistema ao contágio das crises cambiais asiática, russa e brasileira recentes.

2.5 Principais Componentes do Aparato Regulatório do SFA

2.5.1 Condições Gerais de Operação das IF

Área de Atuação das Instituições Financeiras (IF). Não há restrições em se tratando de atividades financeiras. Vigora o modelo de bancos universais. Há, porém, limites à participação de IF em empresas não financeiras e veto

ao controle acionário dessas empresas pelas IF em operação na Argentina.

Atuação de IF Estrangeiras

Não há qualquer restrição legal, sendo apenas sujeitas à autorização do BCRA. As IF de capital estrangeiro recebem exatamente o mesmo tratamento regulatório que as de capital nacional.

Regulamentação sobre Operações Ativas

Há ampla liberdade para a aplicação de recursos [BCRA, 1998b, p. 31] bem como para fixação das taxas de juros das operações, livremente pactuadas entre as partes. Apenas duas fontes de captação têm destinação (no ativo) regulamentada:

- depósitos em moeda estrangeira (argendólares): destina-se ao financiamento de residentes no país, “para atender fundamentalmente operaciones de comércio exterior y actividades productivas; y colocaciones transitorias alternativas como tenencias de títulos públicos y obligaciones negociables” [‘op. cit.’]; e
- obrigações negociáveis: os recursos só podem ser alocados ao financiamento de investimentos, integração de capital e refinanciamento de dívidas; à construção e compra de habitações; e a títulos públicos.

Regulamentação sobre Operações Passivas

Há também ampla liberdade e variedade de instrumentos para a captação de recursos pelas IF,⁴⁵ sendo, porém, obrigatória a participação no FGD das IF que captam depósitos à vista e a prazo em moeda nacional ou estrangeira. São vetadas apenas a concessão de garantias entre IF por operações de captação de recursos e, para as IF com classificação inferior a “A” (segundo critérios estabelecidos pelo BCRA), a captação de depósitos de valor individual superior a \$ 500 mil ou a 0,5% do total de recursos de terceiros.

2.5.2 Critérios/Instrumentos de Controle de Risco do SFA

Requisitos Mínimos de Capital

Seguindo os critérios do Acordo de Basiléia, os capitais mínimos exigidos na Argentina são definidos “en función de los riesgos implícitos de los distintos activos de la entidad” [BCRA, 1998b, p. 6]. Três tipos de risco são considerados: risco de contraparte (risco de crédito), risco de mercado (introduzido em setembro de 1996) e risco de taxa de juros (previsto para entrar em vigor em março de 1999). O requisito mínimo total de capital é dado pela soma do estabelecido para cobrir cada um desses riscos.

O *risco de crédito* aplica-se aos ativos imobilizados (sem mercados secundários). Os requisitos mínimos de capital em vigor são:

- 15,5% para os ativos imobilizados incorporados ao patrimônio antes de 30 de junho de 1993;
- 12,5% para os mesmos ativos, se incorporados a partir de julho de 1993;
- 11,5% para o total de empréstimos, outros créditos por intermediação financeira e outros financiamentos.

Os saldos de cada tipo de ativo são calculados com base nos valores nominais registrados nos balanços das IF e em uma escala de ponderação pelo risco, na qual, ‘grosso modo’, atribuem-se riscos maiores a ativos privados, de longo prazo e sem garantias [BCRA, 1998b, p. 6]. São ponderados com risco zero os títulos públicos da República Argentina e de países da OCDE, os empréstimos ao setor privado com ga-

⁴⁵ Uma descrição dos principais instrumentos existentes na Argentina pode ser encontrada em BCRA, 1998b, p. 27-30.

rantias autoliquidáveis, os empréstimos ao setor público não financeiro, ao Banco Nación (público federal) e a outros bancos públicos com garantias. Além desses ponderadores, aplica-se uma taxa de risco crescente de acordo com as taxas de juros dos empréstimos em carteira, ponderando-se com riscos maiores os empréstimos de maior taxa de juros.

O *risco de mercado* aplica-se aos ativos negociáveis em mercados secundários, associando-se à possibilidade de variações (quedas) no preço dos ativos [BCRA, 1998a, v. I, p. 45]. Nesse caso, o capital mínimo é calculado com base em uma fórmula que considera o saldo líquido da IF no ativo em questão, uma medida de volatilidade diária do ativo, o grau de risco tolerado e o período de retenção do ativo [BCRA, 1998b, p. 7-9].

O *risco de taxa de juros*, introduzido recentemente, contempla a possibilidade de “descalce de tasa de interés originado en los activos y pasivos que no tienen mercado” [BCRA, 1998a, p. 44]. Trata-se, portanto, exatamente do risco de descasamento entre ativo e passivo identificado por Minsky (1982) em seu “modelo de fragilidade financeira”. O cálculo dos requisitos de capital para cobrir esse risco baseia-se no conceito de ‘duration’, que mede a sensibilidade do ativo e passivo da IF a mudanças nas taxas de juros de curto prazo.

Requisitos Mínimos de Liquidez

Criada em agosto de 1995, essa exigência substituiu o sistema convencional de recolhimentos compulsórios, sendo utilizada “como un instrumento de regulación prudencial y no de control monetario” [BCRA, 1998a, v. I, p. 41]. Os requisitos de liquidez aplicam-se a depósitos e outros passivos das IF. Quanto aos depósitos, as taxas de exigência são calculadas com base na média mensal dos saldos diários no período anterior ao da apuração. Para os demais passivos, considera-se o prazo residual, isto é, o tempo restante para o vencimento, cujas exigências são de 20% sobre as obrigações até 89 dias; 15% para as de prazos entre 90 e 179 dias; e 10% para obrigações entre 180 e 365 dias. As obrigações de prazo superior a um ano são isentas desse tipo de exigência.

Controle do Risco das Operações de Crédito

Esse controle é feito basicamente por meio de três instrumentos: (i) requisitos de capital mínimo (conforme descrito); (ii) limites à exposição da IF a tipos específicos de devedores e operações, de modo a garantir um grau mínimo de diversificação do ativo; e (iii) exigências de provisões (reservas) para cobrir o risco de crédito.

As *exigências de diversificação* são calculadas em função da participação do crédito no patrimônio da empresa tomadora e da IF concedente. No primeiro caso, o crédito não pode superar o equivalente a 100% do patrimônio da empresa, podendo esse limite ser ampliado até 300% se o valor do crédito for inferior a 2,5% do patrimônio da IF. Para as IF, os limites de exposição são também definidos como percentuais do

patrimônio, variando em função do tipo de cliente e da existência ou não de garantias. Os limites variam entre 5%, para os créditos a empresas do exterior sem 'investment grade', com ou sem garantias, e o máximo de 25%, para as empresas locais e estrangeiras com 'investment grade' (com ou sem garantias) e todos os demais créditos com garantias [BCRA, 1998b, p. 13].

As exigências de provisionamento são fixadas em percentuais do crédito concedido, variando de acordo com a classificação do devedor e a existência ou não de garantias. São classificados seis tipos de devedores, com as seguintes exigências de provisionamento para créditos, respectivamente, com e sem garantias:

- normal: 1% nos dois casos;
- risco potencial: 3% e 5%;
- com problemas: 12% e 25%;
- alto risco de insolvência: 25% e 50%;
- irrecuperável: 50% e 100%; e
- irrecuperável por disposição técnica, classificado em junho de 1996, referindo-se aos créditos em atraso por mais de 180 dias das if privatizadas ou liquidadas pelo bcra: 100%, com ou sem garantias [bcra, 1998b, p. 15].

Fundo de Garantia de Depósitos

Criado em maio de 1995, o fundo é formado apenas por contribuições compulsórias das IF, sem qualquer participação de recursos públicos. As contribuições são definidas pelo BCRA, podendo variar de 0,015% a 0,06% da média dos saldos diários dos depósitos em pesos e dólares cobertos pelo FGD. Esse percentual pode ser acrescido para as IF que, a critério do BCRA, apresentem aumento em seu grau de risco de liquidez [BCRA, artículo 6º, 1998d, p. 3].

Inicialmente, os depósitos à vista e os depósitos a prazo fixo por menos de 90 dias foram garantidos até o limite de \$ 10 mil e os depósitos a prazo por mais de 90 dias, até o limite de \$ 20 mil. A partir de setembro de 1998, passaram a ser garantidos *todos* os depósitos, em pesos ou dólares, até o valor de \$ 30 mil, desde que suas taxas de remuneração (isto é, as taxas passivas dos bancos) não excedam a taxa de referência definida pelo BCRA. Essa foi, também, redefinida na ocasião, passando a formar-se pela média das taxas praticadas pelos bancos privados (taxas oferecidas sobre depósitos à vista, de poupança e a prazo fixo), acrescida de dois pontos percentuais.⁴⁶ A fixação de um limite para as taxas de remuneração dos depósitos garantidos pelo FGD é, também, um instrumento de controle do risco a que se expõem os bancos, na me-

⁴⁶ Até então, a taxa de referência era dada pela taxa passiva média do Banco de la Nación Argentina, acrescida de dois pontos percentuais.

dida em que desincentiva a concorrência por depósitos entre os bancos, via (aumento das) taxas de juros oferecidas ao correntista-poupador.

Política de Supervisão do Setor Bancário

Vigora na Argentina o chamado “sistema BASIC”, cuja sigla deriva das iniciais das palavras-chave da política de supervisão do BCRA [BCRA, 1998a, p. 51-62]: *bonos* (emissão de títulos próprios no mercado de capitais pelas IF, de modo a dar visibilidade aos agentes econômicos sobre a situação da IF no mercado); *auditoría* (interna e externa); *supervisión* (a cargo do BCRA, por meio da Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias); *información* (sobre as operações e situação patrimonial das IF); *calificación* (classificação periódica das IF por nível de risco, por auditorias internas e externas).

Nos casos em que o BCRA identificar irregularidades ou insuficiência no cumprimento das normas de segurança (capitais mínimos, liquidez, provisionamentos etc.), a IF terá 30 dias para apresentar um plano de regularização e saneamento, cujos instrumentos e prazo de aplicação deverão ser aprovados pelo BCRA [BCRA, 1998e, p. 12].

3 O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

3.1 Antecedentes

3.1.1 Da Reforma Financeira à Crise dos Anos 1980

A estrutura financeira brasileira atual se origina, em grande medida, da reforma financeira de 1964/1967 – ou melhor, dos *descaminhos* a partir daquelas. As reformas foram propostas a partir do diagnóstico, explicitado em documentos oficiais da época – por exemplo, ver MiniPlan (1965) –, de que um dos principais gargalos do desenvolvimento econômico brasileiro se ligaria à inexistência de mecanismos apropriados de intermediação financeira, o que implicaria baixos níveis de poupança interna e induziriam ao recurso de financiamento inflacionário, tanto do setor público quanto do privado. Outro aspecto importante do diagnóstico era que o país padecia de uma carência estrutural de poupança interna, de modo que, mesmo com a reorganização do sistema financeiro doméstico, a oferta de fundos teria que ser suplementada por recursos externos.^{47, 48}

⁴⁷ Esse diagnóstico somente é explicitado por um documento do Banco Central no começo dos anos 70. Ver BACEN (1973).

⁴⁸ Essa visão se mostraria francamente equivocada logo no primeiro ciclo de crescimento da economia brasileira pós-reformas, no período 1968/1973. Entre 1969 e 1973, o ingresso líquido de capital externo (considerando investimentos diretos e empréstimos em moeda) somou US\$ 8,6 bilhões – um resultado surpreendente, face ao ingresso inferior a US\$ 700 milhões, ao longo de todo o período 1960/1968. No entanto, desse montante, apenas US\$ 2,4 bilhões financiaram, de alguma forma, o crescimento econômico, e US\$ 6,2 bilhões tornaram-se acúmulo de reservas no BACEN. Ver, a respeito, Cruz (1983, p. 60-65).

Dessa forma, as reformas tiveram por objetivo explícito complementar o sistema financeiro brasileiro (SFB), constituindo instituições, instrumentos financeiros e regras de operação capazes de desenvolver o segmento *privado* de longo prazo e sustentar o processo de industrialização de forma não inflacionária.⁴⁹ Por outro lado, as reformas buscaram a ampliação do grau de abertura da economia ao capital externo – de risco (investimentos diretos) e, principalmente, de empréstimo –, vista como um recurso capaz de contribuir para o aumento da concorrência e eficiência do sistema.

Assim, embora mantivessem um papel importante a ser cumprido pelos bancos públicos, as reformas financeiras de 1964/1967 tentaram instituir no Brasil um “braço privado” do tipo ‘capital market based system’ à semelhança do modelo dos EUA – segmentado, competitivo e tendo nos bancos de investimento (BI) e nas instituições do mercado de capitais as principais fontes de financiamento a longo prazo.

Apesar de alguns avanços importantes,⁵⁰ o desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro nos anos 1970 afastou-se de forma substancial do planejado pelas reformas de 1964/1967. Um flagrante desvio do SFB em relação às reformas da década de 1960 diz respeito à organização do mercado, que jamais se aproximou do modelo competitivo. Em face do elevado grau de concentração do setor financeiro à época, sob a hegemonia dos bancos comerciais, grande parte das instituições surgidas nesse período foi aberta pelos bancos já existentes ou foi, mais tarde, incorporada a eles [Tavares, 1979, p. 227-228]. Além disso, a própria gestão da política financeira após as reformas, marcada por sucessivas flexibilizações na legislação, contribuiu para a concentração bancária, fortalecendo especialmente os bi [Studart, 1996, p. 122-123]. A fonte básica de captação desses bancos seria a emissão de títulos de prazo superior a um ano, com correção monetária, no mercado interno, e junto a bancos estrangeiros (Resolução no 63 do bacen). Mas, como as emissões domésticas se mostraram difíceis, as autoridades monetárias acabaram cedendo às pressões dos bi para que pudessem emitir títulos mais curtos e pré-fixados.

⁴⁹ A carência dessas condições tinha ficado patente no último ciclo de investimentos ocorrido no Brasil, por ocasião do Plano de Metas do governo Juscelino Kubitschek (1956/1961), cujo financiamento teve como fontes predominantes a emissão de moeda e, em menor escala, o capital externo, na forma de empréstimos bancários e investimentos diretos. Além de deixar o financiamento de investimentos a cargo de instituições públicas, *capitalizadas* com recursos orçamentários, muitas vezes oriundos da emissão de moeda, o baixo grau de desenvolvimento e diversificação do SFB à época tornava a emissão uma fonte de financiamento inflacionária, na medida em que os recursos novos criados pelo governo não retornavam ao sistema sob a forma de poupança financeira, mas sim de depósitos à vista. O viés inflacionário do modelo de financiamento vigente no Brasil era ainda reforçado pela importância do auto-financiamento: na ausência de mecanismos de financiamento a longo prazo, as firmas recorriam, freqüentemente, à inflação para obter fundos próprios – seja para sustentar diretamente seus investimentos, seja para saldar as dívidas de curto prazo assumidas para financiá-los [Studart, 1995, p. 85-86].

⁵⁰ Sobre essa questão, ver Hermann (1998).

Ao encurtamento do prazo médio do passivo dos BI correspondeu, naturalmente, igual tendência do lado do ativo – um outro claro desvio em relação ao almejado pelas reformas financeiras. Esses bancos passaram, então, a atuar no mesmo segmento de mercado das financeiras (de curto e de médio prazo), desfrutando de iguais condições de captação no mercado interno, mas contando ainda com a vantagem da captação externa (mais barata que a doméstica).⁵¹ Somente os bancos comerciais, que também tinham acesso aos recursos da Resolução nº 63, além da exclusividade de captação de depósitos à vista, estavam em condições de concorrer com os BI. Assim, o movimento de concentração bancária que se seguiu às reformas de 1964/1967 deu lugar à formação de *conglomerados financeiros* que reuniam, sob o comando de um banco comercial ou de investimento, os diversos tipos de novas instituições regulamentadas.⁵²

O fortalecimento e a capitalização dos bancos privados ao longo da década de 1970, porém, não resultou no desenvolvimento de um *sistema de crédito privado* no Brasil. Além das razões já apontadas, os entraves às operações de longo prazo foram dramaticamente acentuados nos anos 1980, diante da aceleração inflacionária, de diversas tentativas frustradas de estabilização e do quadro de profundo desequilíbrio macroeconômico do período, formado por:

- rígida restrição externa, provocada por dois choques do petróleo (em 1973 e 1979) e aumento dos juros dos EUA entre 1979 e 1982, quando o Brasil exibia elevado grau de endividamento em dólares; e

- agudo processo de deterioração financeira do setor público, fruto, em grande parte, do contexto inflacionário e da restrição externa – não só a maior parcela da dívida externa brasileira contraída nos anos 1970 o foi, diretamente, pelas empresas estatais ou mediante aval do Tesouro Nacional, como também, no período posterior a 1982, parcela significativa do endividamento externo privado foi absorvido pelo erário por meio de operações especiais [Studart, 1995, cap. 6].

Essas condições determinaram um comportamento errático da atividade econômica, com rápida ascensão dos patamares inflacionários, cenário extremamente desfavorável aos investimentos e ao endividamento (ver tabela A.11).

O autofinanciamento tornou-se, então, a forma predominante (e mais segura) de geração de recursos para as empresas, retraindo fortemente as oportunidades de inter-

⁵¹ Devemos lembrar que nos anos 1960 os mercados de eurodólares estavam se consolidando e se expandindo rapidamente, permitindo, a partir de meados da década, grande aumento da liquidez internacional. Essa liquidez se expande em ritmo ainda mais acelerado a partir de 1974, com a rolagem dos petrodólares, comandada, especialmente, por bancos dos EUA, por intermédio de suas filiais em mercados europeus. Sobre esse processo, ver Cruz (1983).

⁵² Lees, Botts e Cysne (1990, p. 112-113) apresentam um organograma típico do conglomerado financeiro encontrado no Brasil na década de 80.

mediação pelo sistema financeiro.⁵³ Esse quadro explica traços importantes do modo de operação das instituições financeiras ao longo da década de 1980, como:

- aumento da participação dos títulos públicos (todos de curto prazo) no ativo, refletindo as freqüentes operações de refinanciamento da dívida pública brasileira, que cresce rapidamente em função dos motivos expostos e pela política monetária restritiva que passa a caracterizar o período;
- encolhimento relativo das operações de crédito;
- pesados investimentos em informatização dos serviços, visando à redução dos custos operacionais: a informatização e a diversificação para fora tornaram-se especialmente importantes na segunda metade da década de 1980, como estratégia defensiva dos bancos diante da desintermediação financeira provocada pela crise econômica e da perspectiva de hiperinflação e estrangulamento financeiro do setor público, sempre presente nas expectativas empresariais desse período [IESP/FUNDAP, 1988 e 1993]; e
- a diversificação “para fora”, isto é, para o setor não financeiro – os dois últimos se refletindo no aumento do ativo permanente como proporção do ativo total das instituições em análise.

Assim, a partir de meados dos anos 1980, os conglomerados financeiros constituídos na década anterior dão lugar à formação de grandes *grupos econômicos* sob a liderança dos mesmos bancos que, até então, encabeçavam esses conglomerados (ver tabela 6).⁵⁴ As relações de propriedade entre grandes bancos e empresas não financeiras contribuíram para engordar as estatísticas e a prática de auto-financiamento no Brasil,⁵⁵ reforçando, por conseguinte, a tendência à desintermediação financeira. Assim, no Brasil, ao contrário do observado em sistemas financeiros mais desenvolvidos, a desintermediação não teve como contrapartida a expansão do mercado de capitais, mas sim a do autofinanciamento.

⁵³ Em 1984, o autofinanciamento elevou-se a 76,8% dos recursos utilizados pelas empresas privadas nacionais e a 87,7% pelas privadas estrangeiras; em 1978, esses percentuais eram, respectivamente, de 58,8% e 76,7% [Lees, Botts e Cysne, 1990, p. 330]. Esse aumento do recurso ao autofinanciamento pelas empresas privadas, naturalmente, só poderia ser viabilizado em uma economia oligopolizada e indexada, que permitia a compensação da queda no nível de atividade e vendas das empresas pelo aumento dos ‘mark ups’ (ver, a respeito, Almeida, 1988). Somente as empresas estatais, cuja capacidade de autofinanciamento foi erodida pelo elevado endividamento externo, pelo choque dos juros internacionais e pela repressão de preços imposta pelo governo, como parte de sua política antiinflacionária, aumentaram o grau de utilização de recursos de terceiros nesse período, reduzindo o autofinanciamento de 50,7% em 1978 para 40,4% em 1984.

⁵⁴ É interessante notar que a atuação no setor não financeiro é uma característica exclusiva das empresas *nacionais* que operam no Brasil, sendo essa atuação mais diversificada nas empresas de capital privado.

⁵⁵ Os investimentos dos bancos em suas próprias empresas são registrados como *ativo permanente*, e não como *operações de crédito*. Para as empresas, da mesma forma, essa operação altera o *capital social* e não o grau de endividamento.

TABELA 6
Maiores Empresas em Operação no Brasil, por Patrimônio Líquido
Dezembro de 1997

(Em R\$ milhões)

I – Grupos Nacionais Privados			
Empresa	Patrimônio	Setores de Atividade	
		Financeiros	Não Financeiros
1. BRADESCO	6 117	banco comercial, seguro, capitalização, previdência privada, corretora valores, carteira cred., 'holding'.	madeira, móveis, papel, pecuária, informática e telecom., serv. gerais.
2. Itaú	5 515	banco comercial, seguro, financeira, previdência privada, corretora valores, 'leasing', 'holding'.	madeira, móveis, papel, eletro-eletrônica, química e petroquímica, transportes e armazenagem, serviços gerais, comércio exterior.
3. Unibanco	3 079	banco comercial, seguro, previdência privada, 'holding'.	-
4. Sul América	2 607	'holding', seguro, capitalização, banco comercial, corretora valores.	construção, agricultura, serv. gerais.
5. Real	1 975	banco múltiplo, comercial e de investimento, financeira, sociedade de arrendamento mercantil, soc. cred. imob., seguro, previdência privada, capitalização, corretora valores e câmbio.	-
6. Garantia	1 620	banco investimento, 'holding'.	comercial varejista, cervejas e refrigeração, produção agrícola.
7. Gerdau	1 610	banco múltiplo, 'holding'.	florestamento e reflorestamento, transporte rodov. de cargas, laminados de aço, ferro, pecuária.
8. Bozano, Simonsen	1 215	banco múltiplo e comercial, sociedade de arrendamento mercantil, corretora valores e câmbio, cred. cons.	construção, madeira, 'agribusiness', processamento de café.
9. Finasa	1 121	banco comercial e invest., seguro, corretora valores, 'leasing', 'holding'.	informática e telecomunicações.
10. Vicunha	1 014	banco invest., sociedade de arrendamento mercantil, distr. valores, 'holding', participações.	têxtil, metalurgia, telecomunicações, comunicação, transporte e armazenagem, agricultura.
II – Grupos Nacionais Públicos			
1. BNDES	10 440	banco desenvolvimento, 'holding'.	-
2. Banco do Brasil	6 003	banco comercial e invest., seguro, corretora valores, financeira, carteira cred., 'leasing'.	informática e telecomunicações.
3. CEF	4 642	banco comercial, cred. imob., seguro.	informática e telecomunicações.
4. Banespa	3 929	banco comercial, sociedade de arrendamento mercantil, carteira cred., seguro.	serviços gerais.
5. Banrisul	374	banco comercial, 'leasing', corretora valores.	transporte e armazenagem, informática e telecomunicações.
III – Grupos Estrangeiros			
1. HSBC Bamerindus	1 367	banco comercial, seguro, distr. valores, 'leasing', carteira cred.	-
2. Sudameris	571	Banco comercial e invest., 'leasing', carteira cred., corretora valores, 'holding'.	Serv. gerais.
3. BankBoston	522	Banco múltiplo e comercial, arrendamento merc., merc. capitais, cred. imob.	-
4. Lloyds	396	nd	nd
5. ABN Amro	345	Banco comercial, 'holding', 'leasing'.	-

Fonte: Gazeta Mercantil, Balanço Anual 1998, p. 76-80 e 116-120.

Obs: nd = não disponível.

Até o final da década de 1980, portanto, o modelo de financiamento brasileiro não se assemelhou a qualquer dos sistemas privados conhecidos – de mercado de capitais ou de crédito. Ao longo desse período, o Estado manteve-se como o único ofertante doméstico de crédito a longo prazo para a indústria e o setor de infra-estrutura – por intermédio, principalmente, do BNDES⁵⁶ e de fontes orçamentárias menos convencionais.⁵⁷ Ainda assim, não parece apropriado definir o SFB dos anos 1970/1980 como um sistema de crédito público em face da falta de planejamento para tal e da importância relativa que o financiamento externo e o auto-financiamento sempre mantiveram no Brasil.⁵⁸

Um avanço importante que deve ser destacado na área do crédito público, em comparação com o modelo de financiamento existente antes das reformas financeiras da década de 1960, é a dotação de fontes de captação não monetárias e não orçamentárias para o BNDES. Gradativamente, o banco ganha autonomia na gestão de sua política financeira, que passa a ser financiada por diversos fundos especiais e mecanismos de poupança compulsória [Prochnik, 1995].

3.1.2 Mudanças no Quadro Regulatório e Macroeconômico nos Anos 1990

Se, por um lado, nos anos 1990, consolidaram-se algumas tendências observadas desde meados dos anos 1970 – especialmente no que tange ao processo de conglomeração –, por outro, o sistema financeiro brasileiro tem passado por significativas transformações em função da mudança tanto no quadro regulatório quanto no quadro macroeconômico. No campo da regulamentação, destacam-se a reforma bancária em 1988, a abertura financeira externa especialmente a partir de 1992, a redução das restrições à atuação de investidores institucionais ao longo dos anos 1990 e os programas de reestruturação do setor bancário (PROER e PROES). Do ponto de vista macroeconômico, a estabilidade de preços e a submissão da política de juros à política cambial também influenciam a alocação de portfólio de grande parte dos investidores e a estratégia dos intermediários financeiros.

A reforma do sistema bancário, instituída pela Resolução nº 1 524 do BACEN em 1988, autorizou a formação de bancos universais no Brasil – aqui denominados *bancos múltiplos* (BM). Pelas novas regras, bancos comerciais e bancos de investimento foram autorizados a constituírem, entre si ou com financeiras e associações de poupança e empréstimos, uma pessoa jurídica única, formando um BM. Outra mudança impor-

⁵⁶ O banco adiciona o “S”, de Social, em 1982.

⁵⁷ Para maiores detalhes, ver Lees, Botts e Cysne, 1990, cap. 11, e Studart, ‘op. cit.’, p. 150-154.

⁵⁸ Embora significativa sob a ótica de uma política de desenvolvimento econômico, do ponto de vista quantitativo a participação dos créditos do BNDES na formação bruta de capital fixo no país foi relativamente modesta: segundo estimativas do próprio banco, no período do II PND, que representa o auge da atuação do BNDES no financiamento industrial, esta participação atingiu apenas 8,7% [Monteiro Filho, 1995, p. 155].

tante trazida pela nova lei foi a extinção da carta-patente, instrumento burocrático por meio do qual o governo federal autorizava o funcionamento de novas instituições financeiras. A partir de 1988, com a extinção desse instrumento, a abertura de novas instituições financeiras passa a ser regida por um critério técnico, de capitalização da empresa, conferindo maior segurança e credibilidade ao sistema.

No que tange à organização do sistema financeiro, a reforma de 1988 significou apenas a rendição da institucionalidade à realidade do sistema bancário brasileiro que, na prática, já operava como BM. Prova disso foi a rapidez com que esse tipo de instituição se organizou e cresceu no SFB: logo no primeiro ano de vigência das novas regras (1989), 113 bancos múltiplos foram constituídos e sua participação nos empréstimos totais do SFB elevou-se também rapidamente. A extinção das cartas-patentes apontou, entretanto, para o novo sentido da política para o setor financeiro, de cunho bem mais liberal do que aquele observado em períodos passados.

Outros importantes determinantes de mudanças no sistema financeiro brasileiro, e marcas do caráter mais liberal que se adotaria nos anos 1990, foram: (i) a abertura financeira externa; e (ii) a flexibilização da regulamentação da atuação de alguns importantes investidores institucionais, nacionais e estrangeiros.

A liberalização da conta de capital no Brasil se acelerou significativamente em fins dos anos 1980, quando o governo adotou uma série de medidas que revogaram e eliminaram proibições, restrições e barreiras ao capital estrangeiro. Sem dúvida alguma, uma das medidas mais importantes foi a Resolução nº 1 289, de 20 de março de 1987, que aprovou a criação de fundos e sociedades de capital estrangeiro (até então inexistentes no Brasil) e seus anexos I, II, III, IV e V. O anexo IV, em especial, possibilitou a ampliação das alternativas aos investimentos por meio da administração de carteira de valores mobiliários de investidores institucionais. Os recursos que entram no país pelo anexo IV não estão sujeitos a critérios de composição, capital mínimo e período de permanência – como notoriamente ocorria, por exemplo, no Chile até recentemente. Além disso, essa regulamentação isenta os investidores estrangeiros da tributação sobre os ganhos de capitais em ações.

Em 1991, foram criados os *Fundos de Privatização - Capital Estrangeiro*, além de ser consolidada a legislação dos fundos de conversão da dívida externa brasileira. Em 1993 são criados os *Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro* e em 1996 abrem-se duas alternativas de participação do capital estrangeiro em fundos constituídos no país, o *Fundo de Investimento em Empresas Emergentes* e o *Fundo de Investimento Imobiliário*.

A liberalização gradual da conta de capital no início dessa década, associada à política de juros elevados da administração do ministro Marcílio Marques Moreira (1992) e à abundância crescente de liquidez internacional, acabou por gerar o retorno dos fluxos de capital privado para o país a partir de 1992, quando, também, o país assina novo acordo entre o Brasil e os credores externos, nos moldes do Plano Brady. Além de reestruturar os pagamentos de juros e principal devidos, esse plano pos-

sibilitou a securitização da dívida de países latino-americanos e sua conseqüente negociação em mercados secundários. O país volta, então, a acumular reservas (ao invés de perdê-las sistematicamente) e torna-se, novamente, um importador líquido de capital. Esse fluxo se eleva significativamente a partir de meados de 1994, devido ao alcance da estabilidade de preços com o Plano Real.

Ainda no âmbito das mudanças regulatórias, uma importante novidade se relaciona com os fundos de investimento e pensão. Os fundos de investimento foram criados ainda sob a administração Collor de Mello (1990/1992). No período de alta inflação (até julho de 1994), cumpriam somente a função de preservar poder de compra dos depósitos à vista, então convertidos em aplicações, muitas vezes automáticas, em fundos. Eram, portanto, aplicações de curtíssimo prazo, que não se diferenciavam dos depósitos à vista e serviam basicamente à rolagem diária da dívida mobiliária pública.

TABELA 7
Fluxos de Capital para o Brasil

(Em porcentagem do total)

Período	Investimento Direto	Portfólio	Empréstimos ¹	Vinculados ao Comércio Exterior	Total em US\$ milhões
1991	6,0	6,5	37,9	49,6	11.627
1992	7,4	21,7	44,8	26,0	17.791
1993	2,7	46,1	33,8	17,5	32.667
1994	5,2	58,0	20,3	16,5	43.073
1995	6,1	45,9	29,5	18,5	53.885
1996	12,1	32,4	35,5	20,0	78.949
1997	13,8	30,1	27,5	28,5	128.984

Fonte: Boletim Mensal do BACEN, julho/1996 e abril/1998.

Nota: ¹Inclui as rubricas: Financiamentos; 'Leasing' e Aluguel; e Pagamentos Antecipados de Exportações.

Em julho de 1995, o Conselho Monetário Nacional determinou uma série de modificações no mercado de fundos, incentivando a expansão dos prazos de maturação de suas aplicações por meio de um sistema diferenciado de recolhimento de depósitos compulsórios. Também foram criados, nessa ocasião, os Fundos de Investimento Financeiro (FIF) com prazos mínimos de retenção de 30, 60 e 90 dias, sendo os dois últimos isentos de recolhimento compulsório. Essas modificações têm levado a um alargamento dos prazos de maturação, mesmo que ainda tímido, das aplicações dos fundos no Brasil (voltaremos a esse ponto).

O crescimento dos fundos de pensão no Brasil foi também bastante significativo nos anos 1990, passando de uma carteira de US\$ 18 bilhões em 1991 para algo em torno de US\$ 77 bilhões em 1997 (ver tabela A.12). Esse crescimento deve-se a fatores de ordem institucional e macroeconômica, tais como:

- mudanças regulatórias, que flexibilizaram as regras de aplicação dos recursos desses fundos, permitindo maior direcionamento de suas carteiras para títulos de renda

variável (especialmente na aquisição de participação acionária nos processos de privatização);

- rápido crescimento dos preços de valores mobiliários, especialmente após a retomada do fluxo de capitais externos para o país, e ainda a política de juros altos, com impacto direto sobre a rentabilidade dos ativos de renda fixa que proporcionaram expansão significativa do retorno dos fundos e, portanto, de seu patrimônio; e
- finalmente, ao tempo relativamente curto de operação desses fundos no Brasil, que se encontram ainda em uma fase em que o crescimento das contribuições supera o dos benefícios, ampliando, assim, o volume de recursos aplicáveis.

Os fundos de pensão têm por característica intrínseca a busca de aplicações de mais longo prazo e, portanto, têm potencial para se configurarem como importantes agentes na constituição de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento brasileiro. Entretanto, deve-se ser cauteloso a esse respeito, dado que grande parte do crescimento do patrimônio dessas instituições está ligada a fatores que podem não ser sustentáveis no longo prazo. Voltaremos a esta questão na próxima seção.

3.2 Evolução Recente do SFB e a Estrutura Atual

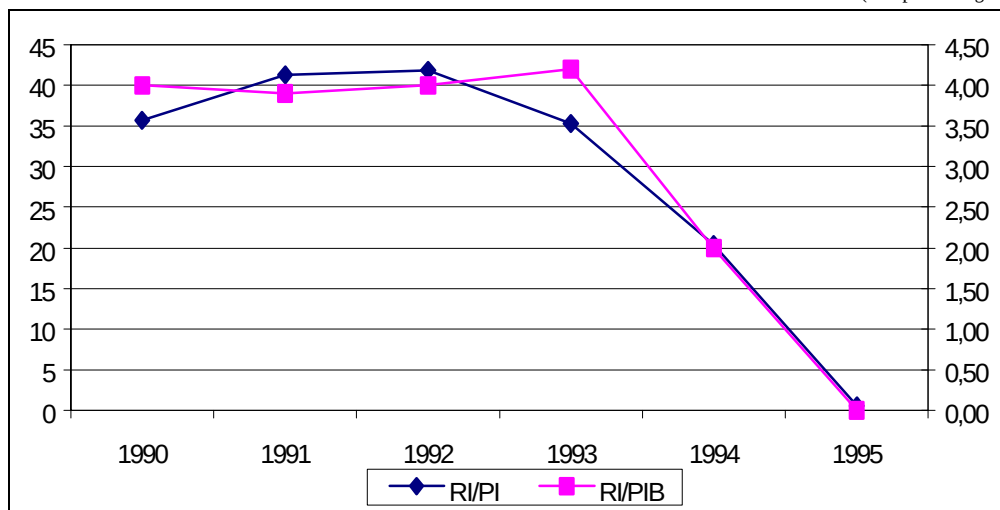
3.2.1 Ajuste dos Bancos

A estabilidade de preços, a partir de 1994, teve profundas conseqüências para o funcionamento do sistema bancário e dos bancos múltiplos, em particular. Primeiramente, os bancos perderam uma substancial fonte de recursos, representada pelas *transferências inflacionárias*, geradas pelo significativo 'spread' nominal entre taxas passivas e ativas em uma economia altamente inflacionária.

GRÁFICO 3

Participação das Receitas Inflacionárias (RI) na Produção Imputada (PI) e no PIB

(Em porcentagem)



Fonte: IBGE/ANDIMA (1997).

Em segundo lugar, houve claro redirecionamento dos ativos dos bancos no sentido da expansão de crédito ao setor privado, especialmente o crédito ao consumidor e comercial. Podemos dizer que essa foi uma *estratégia de menor esforço*, face à retração das receitas inflacionárias e à súbita e expressiva expansão do consumo – especialmente de bens duráveis, mas também de não duráveis – como efeito mais imediato da estabilização de preços.

O crescimento acelerado desse tipo de crédito, muito acima do crescimento do PIB nominal e do nível de emprego, e com vencimentos relativamente curtos (se bem que superiores àqueles observados no período de alta inflação) trouxe conseqüências cujos riscos irão ser claramente percebidos a partir de 1995. As características das políticas cambial e monetária intrínsecas a um plano de estabilização com base em âncora cambial, como o *Plano Real*, foram tais que, em geral, exigiu-se um patamar elevado das taxas de juros reais domésticas. Além disto, choques externos – essencialmente, a crise mexicana de fins de 1994 e a crise do Sudeste asiático em meados de 1997 – determinaram saltos nas taxas de juros, com lentas quedas subseqüentes. Nessas condições, o rápido aumento do endividamento privado após a estabilização foi acompanhado de um processo de *fragilização financeira*, traduzido pela gradual corrosão da capacidade de pagamento e refinanciamento dos devedores, decorrente, por sua vez, do patamar dos juros e de seus efeitos sobre a atividade econômica.

Em março de 1995, em reação à retração do fluxo de capital externo para o país, como desdobramento da crise cambial mexicana de fins de 1994, os juros nominais foram significativamente aumentados no Brasil. Essa medida reforçou o viés restritivo da política monetária do Plano Real, pautada pela fixação de elevadas taxas de recolhimento compulsório impostas aos bancos e por sistemáticas intervenções contracionistas do Banco Central, por meio de operações de ‘open market’. Por conta dessa política, a expansão do crédito que se segue à estabilização dá-se em um contexto arriscado, de juros e ‘spreads’ de intermediação elevados. Nessas condições, a retração da atividade econômica e do emprego em conseqüência do aumento dos juros conduz, rapidamente, ao aumento dos índices de inadimplência dos devedores junto ao sistema bancário.

Esses desequilíbrios afetaram negativamente as instituições bancárias públicas e privadas, gerando crescentes problemas de liquidez no sistema, em especial, para os bancos menores – em geral, bancos comerciais (e não múltiplos), com ativos menos diversificados e, por conseguinte, com menor flexibilidade para enfrentar a inadimplência nas operações de crédito. Além disso, pela precariedade ou insuficiência de garantias, os bancos de menor porte tiveram também maior dificuldade de acesso a recursos no mercado interbancário, e mesmo junto ao Banco Central. Essa assimetria dos efeitos da política de juros sobre os bancos gerou o fenômeno que ficou conhecido como *empocamento da liquidez*, caracterizado pela concentração das reservas bancárias – inclusive as criadas por operações de assistência do Banco Central – nos grandes bancos (em geral, BM), que passam a racionar o crédito (interbancário) para os bancos menores.

TABELA 8
Alíquotas de Recolhimento sobre Encaixes Obrigatórios

Período	Recursos à Vista	Depósitos a Prazo	Depósitos de Poupança	Operações de Crédito	FIF Curto Prazo	FIF 30 dias	FIF 60 dias
Anterior ao Plano Real	40	—	15	—	—	—	—
1994 Jun.	100	20	20	—	—	—	—
Ago.	—	30	30	—	—	—	—
Out.	—	—	—	15	—	—	—
Dez.	90	27	—	—	—	—	—
1995 Abr.	—	30	—	—	—	—	—
Mai	—	—	—	12	—	—	—
Jun.	—	—	—	10	—	—	—
Jul.	83	—	—	—	35	10	5
Ago.	—	20	15	8	40	5	0
Set.	—	—	—	5	—	—	—
Nov.	—	—	—	0	—	—	—
1996 Ago.	82	—	—	—	42	—	—
Set.	81	—	—	—	44	—	—
Out.	80	—	—	—	46	—	—
Nov.	79	—	—	—	48	—	—
Dez.	78	—	—	—	50	—	—
1997 Jan.	75	—	—	—	—	—	—

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, 1997.

Passado o pior da crise mexicana, os juros foram gradualmente reduzidos, mas ainda se mantiveram em níveis elevados frente aos padrões internacionais e, principalmente, ao ritmo lento da atividade econômica e à evolução das taxas de desemprego. A manutenção prolongada de altas taxas de juros ampliou muitos dos desequilíbrios financeiros anteriores ao plano, ao gerar, por exemplo, rápida deterioração da situação financeira dos governos (federais, estaduais e municipais), como se observa na tabela 9.

TABELA 9
Indicadores de Contas Públicas

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Resultado do Tesouro Nacional (R\$ bilhões)	-	-	-	9,4	9,8	12,3
NFSP primário (% do PIB)	-2,3%	-2,7%	-5,3%	-0,4%	0,1%	0,9%
NFSP operacional (% do PIB)	2,2%	-0,3%	-1,4%	4,9%	3,8%	4,3%
NFSP nominal (% do PIB)	43,1%	59,1%	45,5%	7,2%	5,9%	6,1%
Dívida mobiliária federal (R\$ bilhões)	-	-	47,5	82,8	140,2	230,2
Dívida mobiliária estados e municípios (R\$ bilhões)	-	-	24,9	39,5	51,7	41,0
Dívida mobiliária pública total (% PIB)	-	-	13,3%	17,6%	24,5%	31,2%

Fonte : Banco Central do Brasil (1998).

Obs.: NFSP = necessidade de financiamento do setor público.

Naturalmente, esse quadro de altas taxas de juros, somado à forma pouco criteriosa de expansão do crédito no período imediatamente posterior à reforma monetária, gerou dificuldades para o setor produtivo (especialmente o comércio) e as famílias. Um indicador dessas dificuldades é, naturalmente, o índice de inadimplência de empréstimos do setor financeiro.

Por essas razões, o sistema bancário brasileiro passou por um processo acelerado de reestruturação a partir de 1995, estimulado diretamente pelo governo, por meio dos programas de assistência de liquidez e saneamento financeiro do sistema, envolvendo, inclusive, estímulos à privatização e/ou reestruturação dos bancos estaduais. Em novembro de 1995 é criado o PROER (Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro), por meio do qual o Banco Central disponibiliza recursos provenientes das reservas compulsórias, além de outras fontes públicas eventuais, para que instituições financeiras sólidas adquiram o controle acionário de bancos em dificuldades. Em 28 de fevereiro de 1997, cria-se o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (proes) com o mesmo objetivo, envolvendo, porém, instrumentos e operações específicas para promover o saneamento financeiro dos bancos estaduais, preparando-os para a privatização.

O PROER representou uma solução técnica necessária, tendo em vista o grau de vulnerabilidade do sistema bancário e o crescimento do *risco sistêmico* a partir de 1995. Com o PROES, esse programa lançou as bases da recente reestruturação do sistema financeiro brasileiro. Esta tem se dado de forma acelerada por meio de fusões e transferências de controle acionário, inclusive para instituições financeiras internacionais, o que deverá implicar maior grau de concentração e internacionalização do sistema. No que tange ao setor financeiro público, o PROES aponta para uma redução do papel dos bancos estaduais no financiamento regional.⁵⁹ Assim, podemos observar *desestatização* e aumento da internacionalização do sistema bancário doméstico, com entrada no mercado brasileiro de novos bancos e outros intermediários financeiros internacionais.

3.2.2 Fundos de Investimento e Fundos de Pensão

Com a estabilidade de preços, maior grau de abertura financeira externa e maior atuação dos investidores institucionais – não só os fundos de ações, mas também os fundos de pensão –, a partir de julho de 1994, acentuaram-se as tendências em curso no mercado de capitais brasileiros. Verifica-se mudança na

⁵⁹ No plano regional, em 9 de maio de 1997, o governo federal, ao propor a Medida Provisória nº 1 556-10, deu início a um processo de profunda reestruturação dos sistemas financeiros estaduais. Essa medida estabelece mecanismos de equacionamento da dívida dos estados mediante um leque de opções que inclui, entre outros, a privatização do banco estadual ou sua transformação em agência de desenvolvimento, *de caráter não financeiro*. A estrutura, a constituição e o funcionamento dessas agências são, por sua vez, regulamentadas por meio da Resolução nº 2 347, de 20 de dezembro de 1996.

sua estrutura de alocação da poupança financeira doméstica, com o crescimento das aplicações em fundos de investimento e papéis envolvendo maior risco, em relação aos títulos de renda pré ou pós-fixada que prevaleciam no período inflacionário. Esse processo acentuou-se ainda mais com o declínio da taxa de juros doméstica a partir do segundo semestre de 1995.

A tabela A.22 mostra um panorama dos fundos mútuos de investimento no Brasil. Em dezembro de 1997, o setor detinha um patrimônio líquido de R\$ 141,9 bilhões (cerca de 16% do PIB do ano), sendo sua maior parte (66,6 %) concentrada no FIF 60. Essa concentração indica algum avanço na captação a longo prazo no Brasil, se comparada à situação vigente antes das mudanças de 1995. Outra indicação desse avanço é a expansão recente dos fundos de ações que, em meados de 1996, representavam 3% do mercado [BACEN, 1996] e, em 1997, passaram a 11%.

Por outro lado, dois fatores sugerem que esse avanço ainda se dá em ritmo lento: (i) o baixo peso relativo do FIF 1990, que representa pouco mais 2% do patrimônio total do setor, embora, assim como o FIF 60, seja isento de recolhimento compulsório; e (ii) a composição da carteira dos fundos mais longos: em 1997, os títulos federais e as operações compromissadas (de curtíssimo prazo) representaram, juntas, 82% da carteira do FIF 60 e 6,4% do FIF 90, enquanto os papéis de emissão privada (de renda fixa e variável) somaram apenas 9,6% e 8,5%, respectivamente.⁶⁰

Outra tendência que vem se configurando no setor de fundos de investimento no Brasil é a concentração dos recursos captados nos fundos geridos por grandes conglomerados financeiros (ver tabela A.22). Esse processo provavelmente tem influenciado o gradual alongamento do prazo e a diversificação das carteiras dos fundos, pois as grandes instituições, em geral, dispõem de melhores condições técnicas e financeiras para a gestão de aplicações de longo prazo ou de renda variável.

A concentração é também uma característica do setor de fundos de pensão no segmento de entidades *fechadas*, sendo, nesse caso, as empresas (patrocinadoras) estatais as instituições predominantes (ver tabela A.24). Quanto à alocação de recursos, como era de se esperar, esses fundos apresentam uma estrutura de prazo médio mais longo que a dos fundos de investimento. Em 1997, as aplicações em ativos de longo prazo (imóveis e financiamento imobiliário) e de renda variável representavam 47,3% da carteira das entidades fechadas de previdência. Contudo, parece haver um processo de encurtamento do prazo das aplicações dos fundos de pensão a partir de 1995, na medida em que esses tipos de aplicação perderam espaço para as aplicações em fundos de investimento, cuja carteira, como vimos, é concentrada em ativos de curto prazo.

⁶⁰ Essa tendência ao curto prazo se acirrou significativamente a partir de 1997. De fato, houve, até aquele ano, alargamento dos prazos de vencimento dos títulos em carteira desses fundos, fruto da estabilidade de preços.

Além disso, mantidas as condições atuais, há pouco espaço para que essas entidades aumentem suas aplicações em títulos de renda variável. Os fundos fechados já alocam 43,1% de sua carteira de investimentos nesse tipo de ativo (32,4% diretamente e 10,7% por meio de aplicações em fundos de investimento), estando muito próximos do máximo de 50% permitido pela legislação em vigor (Resolução nº 2 324/96 do BACEN). Assim, a perspectiva de expansão desse mercado, por meio dos fundos de pensão, passa a depender, fundamentalmente, da ampliação do patrimônio das entidades de previdência privada, tanto as fechadas, quanto as abertas.

TABELA 10
Fundos de Pensão: Limites Legais de Investimentos
(Resolução nº 2 324 do BACEN)

Modalidade	II.2.2.1.1.1.1 Limite Máximo (%)
Títulos públicos	100%
Renda fixa	80%
Renda variável	50%
Títulos rurais	3%
Fundos imobiliários	10%
Fundos de empresas emergentes	5%
Imóveis	20% até 31/12/1997, 19% até 31/12/1998, 18% até 31/12/1999, 17% até 31/12/2000, 16% até 31/12/2001, 15% a partir de 01/01/2002
Empréstimos a participantes	3%
Financiamento imobiliário aos participantes	7%
Empréstimos às patrocinadoras	10%

Fonte: ABRAPP (1998) (www.abrapp.org.br).

É possível que a reforma da previdência social em curso no Brasil, ao anunciar a redução dos benefícios a serem pagos às futuras gerações de inativos, estimule a procura por planos de seguridade privada. A confirmação dessa hipótese, porém, está condicionada à recuperação do investimento, do crescimento e da renda pessoal da economia, que são as bases necessárias para a ampliação de sua capacidade de poupança e, mais ainda, para que seja estimulado seu direcionamento para ativos de longo prazo. Na ausência dessas condições, a reforma da previdência social pouco poderá contribuir para a expansão dos fundos de pensão e do mercado de capitais.

Além disso, o programa de privatização em curso desde o início da década, e que foi acelerado no primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (1995/1998), cria incertezas quanto ao futuro dos fundos de pensão fechados. O patrimônio do setor é extremamente concentrado nas entidades de capital público

(ver tabela A.22), cujas contribuições patronais são maiores que as de empresas privadas (duas vezes a contribuição do empregado nas entidades de capital público e uma vez nas privadas). Assim, é possível que a transferência de estatais ao setor privado, em princípio, reduza o patrimônio total dos fundos de pensão fechados.

3.2.3 Mercado Mobiliário

Os fluxos de emissões primárias de ações e de debêntures aumentaram significativamente a partir de 1994, passando de R\$ 4,1 bilhões nesse ano para US\$ 11,4 bilhões em 1997. Como consequência do processo de estabilização, podia-se até recentemente identificar também tendência de aumento nos prazos das debêntures emitidas. Apesar desse crescimento, o processo de fechamento de capital de companhias abertas que vinha acentuando-se com a crescente instabilidade da economia não foi revertido a partir de 1994.

No mercado secundário de ações a evolução foi ainda mais representativa do impacto conjunto de fatores como baixa inflação, privatizações, redução de juros e entrada de capital externo. Verificou-se aumento no valor médio diário das transações nas bolsas de valores de R\$ 5,4 bilhões em 1993 para R\$ 235,4 bilhões em 1997. Da mesma forma, como coadjuvante no processo de reestruturação patrimonial de empresas privadas e estatais, o mercado tem viabilizado a captação de recursos em montantes crescentes, por meio de distribuições secundárias – ‘block trades’. No primeiro semestre de 1997, essas distribuições somaram US\$ 2,5 bilhões, 30% das quais referentes a empresas distribuidoras de energia elétrica.

Em consequência do aumento do volume de emissões primárias e da própria evolução dos preços das ações, o valor de mercado do conjunto das empresas com ações listadas nas bolsas brasileiras chegou a crescer mais do que cinco vezes entre 1991 e 1997. Porém, esses ganhos foram significativamente revertidos a partir de 1998, como demonstra a tabela A.21.

Por outro lado, é interessante observar que o mercado secundário concentra-se em um número reduzido de papéis – quase todos de empresas estatais ou recém-privatizadas. Por essa razão, há grande correlação entre o crescimento de ações de empresas envolvidas no processo de privatização e o mercado secundário: o valor de mercado das ações de propriedade da União nas principais companhias abertas – PETROBRAS, TELEBRÁS, Vale do Rio Doce, Banco do Brasil e ELETROBRÁS – evoluiu de US\$ 22 bilhões em dezembro de 1995 para cerca de US\$ 60 bilhões em junho de 1997, descontadas todas as vendas e privatizações no período.

Outra mudança em curso no mercado de capitais brasileiro tem sido o crescimento de mecanismos de securitização secundária e dos mercados de contratos derivativos, seguindo a tendência internacional. A securitização de recebíveis já é uma prática corrente no mercado de financiamento ao consumidor, porém ainda avança a passos lentos em outros setores. Recentemente, uma série de modificações de caráter

operacional e legal assentaram as bases da criação de um mercado de títulos lastreados por hipotecas, à semelhança do modelo dos EUA.⁶¹ Porém, até o momento só se conhece um empreendimento imobiliário no Rio de Janeiro que se propõe a utilizar tal sistema. De fato, o desenvolvimento de tal sistema pressupõe um período relativamente longo de estabilidade de preços e de taxas de juros, que ainda não foi alcançado pelo país.

O mercado de derivativos financeiros teve crescimento significativo nos anos 1990, porém, há forte concentração de negócios especulativos. Operações de 'hedge', com utilização de contratos derivativos, são concentradas em instituições financeiras e grandes empresas. Apesar de não haver dados, evidências fragmentárias indicam que a utilização de derivativos financeiros como forma de estruturar operações de financiamento, ou seja, por meio de segmentação e distribuição de riscos entre diversos agentes, ainda são pouco significativas no Brasil.

Não obstante o reduzido tamanho dos mercados de títulos lastreados em ativos financeiros (securitização) e da reduzida utilização de contratos derivativos como instrumentos de distribuição e administração de risco, há ambiente propício ao seu desenvolvimento: o mercado imobiliário é substancial, os mercados de derivativos são relativamente grandes e a entrada de novos atores estrangeiros (especialmente bancos de investimento) geram pressão competitiva. Um ambiente macroeconômico propício ainda é requerido, ou seja, a continuidade da estabilidade de preços e uma possível redução sustentável de taxas de juros.

3.3 Estrutura Atual do Sistema Financeiro Brasileiro

Os antecedentes citados apontam para o quadro atual do sistema financeiro brasileiro: um sistema organizado sob a forma de bancos universais (ou múltiplos, na denominação local), dominado por grandes conglomerados financeiros privados, com uma atuação ainda bastante significativa – porém declinante – do setor público, especialmente do BNDES, Banco do Brasil e alguns bancos estaduais remanescentes. No que se segue, apresentamos alguns de seus principais traços, que serão utilizados na comparação com aqueles das demais economias do MERCOSUL.

No que tange ao modelo de organização do sistema bancário, o sistema bancário brasileiro é organizado sob a forma de bancos universais, alguns dos quais representando fortes conglomerados financeiros, e possui participação majoritária no ativo do sistema. Esse processo de conglomeração responde a três impulsos: (i) os investimentos em automação do setor nos anos 1980 e 1990; (ii) a diversificação do setor para atividades não bancárias, e mesmo não financeiras, em resposta ao baixo nível de atividade e à instabilidade macroeconômica que caracterizou a década de 1980 e a primeira metade dos anos 1990; e (iii) os surtos de inadimplência e falência de empre-

⁶¹ Para uma análise desse modelo, ver, 'inter alia', Feeney (1994).

sas não financeiras devedoras do sistema bancário, levando alguns bancos a absorverem essas empresas (esse é o caso, por exemplo, do BRADESCO).

O sistema é ainda caracterizado por grande diversificação de instituições e mercados. A primeira observação a ser feita se refere ao grau de sofisticação da estrutura financeira, como podemos observar no quadro 2: há atualmente 25 tipos distintos de instituições financeiras, dois tipos de bolsas de valores (mobiliário e de mercadorias e futuros), além de três instituições voltadas à liquidação e custódia de títulos financeiros. Regulam e fiscalizam essas instituições quatro órgãos – BCB, CVM, SUSEP e SPC – e muitas das instituições são reguladas e/ou fiscalizadas por mais de um destes. No que tange ao número de instituições, malgrado o processo de conglomeração em torno dos bancos universais, ainda há cerca de 1 400 empresas financeiras atuando no país.

Apesar do tamanho e do grau de diversidade do sistema financeiro dos anos 1990, alguns indicadores demonstram que o sistema continua apresentando algumas características dos anos 1970 e 1980. Vejamos.

A estrutura de prazos de empréstimos e ativos financeiros é de curto prazo. O *setor bancário* privado possui uma concentração de ativos de curto e médio prazos, incluindo títulos públicos e financiamentos de curto prazo. A estabilidade de preços de certo gerou algum alargamento dos prazos de vencimentos de ativos e passivos do sistema, porém, concomitantemente, observamos crescimento da volatilidade nos mercados de títulos de renda fixa e crescimento da incerteza quanto ao quadro macroeconômico, dada a contínua expansão do desequilíbrio externo – representado pelo déficit em transações correntes, crescimento do endividamento e aumento da instabilidade financeira internacional – e do desequilíbrio interno – dado o crescimento do déficit e da dívida do governo. Esse quadro de crescente incerteza macroeconômica sem dúvida tornou-se obstáculo à possível maior demanda por diversificação de ativos – especialmente em termos de prazo de vencimento e tipo de risco – e, conseqüentemente, oferta de fundos emprestáveis. Os *fundos de investimento* seguiram a tendência do setor bancário, ampliando a participação de títulos de mais largo prazo (renda fixa e variável) entre 1994 e 1997. Porém, essa tendência tem sido revertida recentemente.

Há expressiva participação do setor público no ativo das instituições financeiras. Dado a pequena participação de fundos privados de curto prazo e a escassez de recursos para setores com riscos elevados (tal como o setor agropecuário), é significativa a participação do setor público no ativo total e nos créditos concedidos pelo setor financeiro. O processo de privatização de bancos estaduais e, mais recentemente, o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (1997) simbolizam a política oficial para reversão desse quadro. Porém, apesar da significativa redução do número de instituições financeiras públicas desde 1990, especialmente de bancos estaduais, estas – especialmente as federais, como o BNDES, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil – continuam a deter mais da

metade dos ativos totais. Por outro lado, apesar da decadência dos bancos de desenvolvimento, bancos como o *Banco do Nordeste*, federal mas com atuação regional, e o *Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais* continuam a desempenhar um papel relativamente importante.

QUADRO 2
Sistema Financeiro Brasileiro: Composição e Órgãos de Regulação e Fiscalização

Órgãos Reguladores	Conselho Monetário Nacional			
	BCB	CVM	SUSEP	SPC
<i>Instituições Financeiras Captadoras de Depósitos</i>				
Bancos múltiplos com carteira comercial	X			
Bancos comerciais	X			
Caixas econômicas	X			
Cooperativas de crédito	X			
<i>Demais Instituições Financeiras</i>				
Bancos múltiplos sem carteira comercial	X			
Bancos de investimento	X	X		
Bancos de desenvolvimento	X			
Sociedades de crédito, financiamento e investimento	X			
Sociedades de crédito imobiliário	X			
Companhias hipotecárias	X			
Associações de poupança e empréstimo	X			
<i>Outros Intermediários ou Auxiliares Financeiros</i>				
Bolsas de mercadorias e de futuros	X	X		
Bolsas de valores		X		
Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários	X	X		
Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários	X	X		
Sociedades de arrendamento mercantil	X			
Sociedades corretoras de câmbio	X			
Agentes autônomos de investimento	X	X		
<i>Entidades Ligadas aos Sistemas de Previdência e Seguros</i>				
Entidades fechadas de previdência privada				X
Entidades abertas de previdência privada			X	
Sociedades seguradoras			X	
Sociedades de capitalização			X	
Sociedades administradoras de seguro-saúde			X	
<i>Entidades Administradoras de Recursos de Terceiros</i>				
Fundos mútuos	X	X		
Clubes de investimentos		X		
Carteiras de investidores estrangeiros	X	X		
Administradoras de consórcio	X			
<i>Sistemas de Liquidação e de Custódia</i>				
Sistema especial de liquidação e de custódia - SELIC	X			
Central de custódia e de liquidação financeira de títulos - CETIP	X			
Caixas de liquidação e custódia		X		

Fonte: Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

Obs.: BCB = Banco Central do Brasil; CVM = Comissão de Valores Mobiliários; SUSEP = Superintendência de Seguros Privados; SPC = Secretaria de Previdência Complementar.

No que tange à robustez do sistema, há baixo grau de alavancagem do setor bancário, que também possui margem substancial de provisões. Apesar do crescimento substancial do crédito no período posterior ao Plano Real, seu grau de alavancagem cresceu relativamente pouco, enquanto suas provisões aumentaram rapidamente com o aumento da inadimplência a partir de 1995, por razões já discutidas.

Tem ocorrido crescimento limitado do grau de internacionalização financeira. A abertura financeira brasileira gerou crescimento significativo de colocação de bônus e outros títulos financeiros no sistema financeiro internacional (por exemplo, ADR), bastante mais significativo que o crescimento de empréstimos internacionais. Mostramos também um processo, ainda em curso no Brasil, de crescimento da participação de investidores estrangeiros em todo o setor financeiro mas em especial no setor bancário. O processo é fruto da reestruturação bancária por meio de fusões e aquisições no setor (inclusive da privatização de bancos estaduais), cuja consequência paralela é o rápido crescimento do grau de concentração bancária. Essas tendências têm sido em grande medida revertidas a partir de meados de 1997, no processo de crise que se iniciou com a moratória russa, chegando ao ataque especulativo ao Brasil. No momento, os desdobramentos dessa crise ainda estão indefinidos, assim como as tendências de continuidade do processo de internacionalização financeira.

Os mercados de valores mobiliários são bastante desenvolvidos, porém bastante concentrados, voláteis e predominantemente especulativos. Dado o crescimento acelerado dos mercados mobiliários, o BOVESPA é atualmente o maior mercado da América Latina em termos de capitalização e de volume de transações. Apesar do tamanho e do rápido crescimento dos mercados secundários, houve expansão modesta dos mercados primários. A securitização ainda se restringe a recebíveis de médio prazo, especialmente relacionados ao crédito direto ao consumidor e recebíveis de cartões de crédito. A constituição do sistema financeiro mobiliário apresenta-se como uma possibilidade no desenvolvimento desse tipo de inovação financeira, porém, só recentemente houve o lançamento de empreendimento imobiliário financiado pelo sistema de recebíveis de hipotecas, utilizando-se a alienação fiduciária como garantia real. Por fim, cabe ressaltar que os mercados de derivativos são pouco desenvolvidos, e com grande concentração em operações de cunho meramente especulativo.

3.4 Principais Componentes do Aparato Regulatório do Sistema Financeiro Brasileiro

3.4.1 Condições Gerais de Operação das IF

O aparato regulatório do sistema financeiro brasileiro, definido de forma geral pelo artigo 192 da Constituição de 1988, ainda está em período de regulamentação. Esse artigo constitucional somente apresenta diretrizes globais, tais como o objetivo último do

sistema financeiro e a participação de instituições financeiras estrangeiras. O artigo 52 das disposições transitórias estabelece que, até que se fixem as condições a que se refere o artigo 192, proíbe-se a instalação no país de novas agências de instituições

financeiras domiciliadas no exterior e o aumento da porcentagem de participação no capital de instituições financeiras com sede no país, detidas por pessoas físicas e jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior. Essa proibição não se aplica a autorizações resultantes de acordos internacionais de reciprocidade ou de interesse do governo brasileiro.

A longa demora na regulamentação do artigo 192 e a necessidade de dar respostas à crise bancária que se iniciou em 1995 – que, como já vimos, abriu espaço para o significativo crescimento de participação estrangeira no sistema financeiro brasileiro – levou a que algumas medidas ‘ad hoc’ fossem adotadas pelo governo central. Considerando essas condições do aparato regulatório brasileiro, podemos apresentar algumas de suas características tendo em mente que a regulamentação do artigo 192 pode mudar rapidamente muitas delas.

Área de Atuação das Instituições Financeiras (IF)

As instituições financeiras são definidas pelo artigo 17 da Lei nº 4 595, de 31 de dezembro de 1964, como pessoas jurídicas, públicas ou privadas, ou pessoas físicas, que tenham como atividade principal ou secundária a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, e a custódia de valores de propriedades de terceiros.

De acordo com o artigo 18 da Lei nº 4595, tais instituições só podem funcionar mediante autorização prévia do Banco Central. Em se tratando de instituição estrangeira, essa autorização está a cargo do Poder Executivo – como veremos adiante. As autorizações de funcionamento são intransferíveis e inegociáveis, e estão condicionadas a que:

- os solicitantes possuam condição econômica compatível com a atividade a ser desempenhada, ou seja, no momento de sua solicitação, analisam-se o montante de investimento da nova entidade, a proporção de tal investimento em face do patrimônio de cada integrante e o cumprimento de capital mínimo requeridos segundo cada atividade (ver a seguir); e
- os seus dirigentes tenham capacidade técnica reconhecida e elevada reputação pessoal – aplicando-se as mesmas regras no caso de transferência acionária direta ou indireta.

Há ainda restrições, em se tratando de atividades financeiras. Vigora o modelo de bancos universais – na forma já definida –, sendo que as operações ativas, passivas e acessórias da instituição devem ser executadas por meio de carteiras específicas com regulamentações também específicas: a carteira comercial, pelas normas dos bancos comerciais; as carteiras de investimento, pelas regras para bancos de investimento; e assim por diante.

As instituições financeiras só podem participar no capital de qualquer sociedade contando com a autorização prévia do Banco Central nas condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

Atuação de IF Estrangeiras

De acordo com o artigo 192 da Constituição de 1988, instituições financeiras estrangeiras só podem funcionar mediante autorização prévia do Poder Executivo. O mesmo artigo estabelece que a participação estrangeira não pode ultrapassar o nível que possuíam na data em que foi sancionada a Constituição de 1988, porém admite as restrições estabelecidas pelo artigo 52 das normas transitórias.

Assim, poderia parecer que se mantiveram fortes restrições à expansão do capital estrangeiro no setor financeiro brasileiro. Entretanto, como foi citado, muitos têm sido os casos recentes – especialmente a partir de 1995 – em que o Poder Executivo tem permitido a entrada de atores estrangeiros justificando-a como de interesse nacional. Essa parece ser uma tendência consolidada.

Regulamentação sobre Operações Ativas

Há liberdade para a aplicação de recursos, porém com limites para diversificação de ativos – como veremos adiante. É, entretanto, proibido às instituições financeiras conceder empréstimos ou adiantamentos a: (i) seus diretores ou pessoal administrativo superior, assim como a seus familiares, a seus acionistas com mais de 10% do capital (salvo algumas poucas exceções); e (ii) empresas controladas pela instituição financeira ou por seus diretores, ao pessoal administrativo superior assim como a seus familiares, a seus acionistas com mais de 10% do capital.

Da mesma forma, são vetadas: (i) a emissão de debêntures ou partes beneficiárias salvo exceções autorizadas caso a caso pelo Banco Central, para instituições que não recebem depósitos do públicos; e (ii) a aquisição de imóveis que não se destinem a uso próprio.

Apesar de algumas taxas de empréstimos subsidiados – como as do BNDES e do sistema financeiro imobiliário, por exemplo, há liberdade de fixação das taxas de juros das operações, livremente pactuadas entre as partes.

Regulamentação sobre Operações Passivas

Há também ampla liberdade e variedade de instrumentos para a captação de recursos pelas IF. Os limites operacionais para operações compromissadas e de endividamento de cooperativas de crédito serão discutidos na seção seguinte.

3.4.2 Critérios/Instrumentos de Controle de Risco do SFB

Requisitos Mínimos de Capital

O Banco Central do Brasil determina, às instituições financeiras, sete limites operacionais, quais sejam: requisitos mínimos de capital realizado e patrimônio líquido, limite do

patrimônio líquido compatível com o grau de risco da estrutura do ativo (Acordo da Basiléia), limites de diversificação de ativos, de imobilização, de câmbio, para operações compromissadas e de endividamento de cooperativas de créditos.

Os requisitos mínimos de capital realizado e patrimônio líquido são estabelecidos por tipo de instituição, ou carteira dentro de bancos múltiplos (ver tabela 11). Seguindo a orientação do Acordo da Basiléia, além dos pisos exigidos, os requisitos de capitais mínimos consideram os riscos implícitos dos distintos ativos de cada entidade financeira. Porém, o limite mínimo é superior ao determinado no acordo: 11% dos ativos ponderados pelo risco mais 20% do risco de crédito das operações de derivativos. A fórmula de cálculo, também condizente com o Acordo da Basiléia, é definida em BACEN (1998c, p. 3).

O *limite de diversificação de risco* por cliente é de 25% do patrimônio líquido ajustado e deve ser observado pelos bancos múltiplos, comerciais, de investimento, de desenvolvimento, caixas econômicas, sociedades de crédito e financiamento, arrendamento mercantil, crédito imobiliário, companhias hipotecárias e cooperativas de crédito, na contratação de operações de crédito e de arrendamento mercantil e também em relação aos créditos de operações com derivativos.

O *limite de imobilização* (ativo permanente em relação ao patrimônio líquido), a partir de julho de 1998, é de 80%, e deverá reduzir-se ao longo do tempo até chegar a 60% em junho de 2002.

Os *limites de câmbio* são definidos para posições vendidas, posições compradas, aplicáveis a taxas de câmbio livres e taxas de câmbio flutuantes. Os limites relativos às taxas livres são proporcionais ao valor do patrimônio líquido ajustado, variando de R\$ 3,75 milhões a R\$ 15 milhões. No caso de taxas flutuantes, os limites são semelhantes à metade do limite válido para as taxas livres. Com referência às posições compradas, os limites são de R\$ 5 milhões no caso de taxas livres e de R\$ 1 milhão para taxas flutuantes, sendo que os valores excedentes devem ser objeto de depósito em moeda estrangeira no Banco Central.

Os *limites de operações compromissadas* variam conforme o tipo de lastro dos títulos vinculados, até no máximo dez vezes o patrimônio líquido ajustado. Por fim, os *limites de endividamento de cooperativas de crédito* são restritos até 15 vezes o patrimônio líquido ajustado.

Requisitos Mínimos de Liquidez

A partir do Plano Real cresceram significativamente os requisitos de depósitos compulsórios. A tabela 8 resume as alíquotas de recolhimento de depósitos compulsórios, sendo que a lógica de seu desenvolvimento recente já foi discutida.

TABELA 11
Limites Mínimos de Capital Realizado e Patrimônio Líquido

Instituição	Limites Mínimos em R\$	Deduções sobre os Limites Mínimos Estabelecidos	Acréscimos sobre os Limites Mínimos Estabelecidos
Bancos comerciais ¹	9 345 739	20%: para o somatório dos valores correspondentes às carteiras de bancos múltiplos.	Para a instalação de agência no exterior, observar a Resolução nº 2 302/96.
Caixa Econômica	8 010 633		
Bancos de investimento	8 010 633		R\$ 4 005 317: p/ a instituição que operar em câmbio no mercado de câmbio de taxas livres.
Bancos de desenvolvimento	8 010 633		
Sociedade de crédito imobiliário	8 010 633		2%: no caso de instalações de agências no país (por unidade) acima dos limites permitidos, para os estados do RJ e SP.
Sociedade de crédito, financiamento e investimento	4 005 317		
Soc. de arrendamento mercantil	4 005 317	30%: para instituições que tenham, no mínimo, 70% de suas dependências, agências, sede ou matriz, fora dos estados do RJ e de SP.	1%: no caso de instalações de agências no país (por unidade) acima dos limites permitidos, para os demais estados.
Soc. corretora de TVM ²	801 063		
Soc. corretora de TVM ³	267 021		Obs.: observados os limites mínimos ora estabelecidos, as instituições poderão pleitear a instalação no país de até dez agências.
Soc. distribuidora de TVM ²	801 063		
Soc. distribuidora de TVM ³	267 021		

Fonte: BACEN (1998c, p. 1).

Notas: ¹ Para bancos múltiplos, depende das carteiras que possuir;

² Sociedades que administrem fundos de investimentos nas modalidades regulamentadas pelo BC, realizem operações compromissadas, de garantia firme de subscrição de valores mobiliários para revenda, de conta margem e/ou de 'swap';

³ Sociedades que não exerçam atividades incluídas na nota 2.

Controle do Risco das Operações de Crédito

Esse controle é feito por meio de três instrumentos: (i) requisitos de capital mínimo; (ii) limites de diversificação de ativos; e (iii) exigência de provisões para riscos de crédito. Já discutimos os dois primeiros itens e, portanto, passamos a definir o terceiro.

Como colocado pelo Banco Central [BACEN, 1998e, p. 1], “os créditos vencidos, observadas as regras próprias, são transferidos para créditos em liquidação e a insti-

tuição deve provisionar o montante correspondente, até mesmo sobre as parcelas vincendas. O período varia conforme o tipo de operação e a existência de garantias”. A tabela que se segue apresenta os critérios de provisionamento nesses casos.

TABELA 12
Regras de Provisionamento para Créditos em Atraso e Liquidação

Tipo/Situação da Operação	Garantias	Necessidade de Provisão	(%)
Operações de crédito e outros créditos vencidos	Não	Após 60 dias	100
Operações de crédito e outros créditos vencidos	Parcial	Após 60 dias	50
		Após 180 dias	100
Operações de crédito e outros créditos vencidos	Sim	Após 60 dias	20
		Após 360 dias	100
Adiantamento a depositantes	-	Após 60 dias	100
Adiantamento de contrato de câmbio	-	Após 20 dias prazo entrega doc. ou	100
		30 dias prazo previsto de liquidação	100
Financiamento/empréstimo para negociação de valores mobiliários	Não	Após 30 dias	100
Titulados por empresas em regime falimentar ou liquidação extrajudicial	-	Qualquer tempo	100

Fonte: BACEN, 1998c.

Fundo Garantidor de Créditos – FGC

O FGC, uma associação civil sem fins lucrativos, com prazo indeterminado de duração e constituído sob a forma de sociedade de direito privado, foi criado em junho de 1994 com o objetivo “dar cobertura, de até R\$ 20 mil por titular, a depósitos e aplicações nas hipóteses de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência de instituição que participe do referido fundo, ou, ainda, de reconhecimento, pelo Banco Central, de estado de insolvência da instituição que, nos termos da legislação vigente, não esteja sujeita aos regimes acima mencionados” [BACEN, 1998d, p. 1].

O fundo foi criado com o objetivo explícito de gerar mecanismo para prevenir riscos associados à debilitação do sistema financeiro com a estabilidade de preços. São objeto da garantia proporcionada pelo FGC os seguintes créditos: “depósitos à vista, depósitos a prazo, depósitos de poupança, letras de câmbio, letras imobiliárias e letras hipotecárias, de emissão ou aceite de instituição financeira ou associação de poupança e empréstimo em funcionamento no país. Participam do FGC todas as instituições financeiras, exceto as cooperativas de crédito, as quais contribuem com 0,025% do montante mensalmente escriturado relativamente aos saldos das contas correspondentes às obrigações objeto de garantia” (‘op. cit.’). De fato, desde a implementação do Plano Real, o fundo tem cumprido o papel a que se destinou.

Política de Supervisão do Setor Bancário

A supervisão bancária no Brasil se dá atualmente por meio de mecanismos diretos e indiretos. No que tange à supervisão direta, as instituições financeiras são atualmente examinadas por meio da Inspeção Global Consolidada – IGC, definida segundo programa semestral. Na IGC são analisados dados tanto da instituição financeira como de todas as empresas que compõem o grupo econômico na qual está inserida. Os módulos referem-se a todas as operações ativas e passivas dessas instituições além dos mecanismos de gerenciamento de riscos, auditoria de sistemas e controles internos. A IGC busca também obter informações sobre “a política operacional e outros negócios relacionados que podem implicar em riscos de contaminação, com o objetivo de avaliar adequadamente a situação econômico-financeira e o risco global de todo o grupo econômico, bem como as perspectivas de continuidade” [BACEN, 1998g].

As informações mais relevantes e as conclusões obtidas pela fiscalização direta são consideradas em conjunto com o resultado da análise baseada no acompanhamento indireto e incluídas na forma de um comentário no sistema SUPER – um sistema informatizado que interliga diversas bases de dados pertencentes ao SISBACEN e que pode ser acessado mediante terminais de microcomputadores interligados.

No que tange à supervisão indireta, o acompanhamento está baseado em informações contábeis mensais prestadas pelas instituições financeiras e armazenadas em banco de dados administrado pelo Banco Central (SISBACEN). É uma base histórica padronizada de informações que permite a análise de desempenho de empresas individualmente e por segmento.

O sistema SUPER disponibiliza todas as informações contábeis e avaliações realizadas pela equipe de supervisão responsável pela instituição. Esse sistema integra o programa chamado SENTINELA, que evidencia situações que podem significar risco para a instituição financeira e apresenta, automaticamente, as principais variações ocorridas nas demonstrações contábeis. Isso possibilita o direcionamento da fiscalização para aspectos que evidenciam anormalidade.

Outro programa relevante é o INDCON, que calcula mensalmente um conjunto de 71 indicadores econômico-financeiros, com base nas contas patrimoniais e resultados das demonstrações contábeis de cada instituição. Os indicadores contemplam aspectos sobre capital, ativos, resultados, gerenciamento e liquidez das instituições, que são avaliados segundo padrões calculados pelo próprio programa. Mediante a comparação com os padrões, é possível identificar pontos fortes e fracos de cada uma das instituições em cada um dos indicadores calculados. Da mesma forma que o programa SENTINELA, o INDCON possibilita o direcionamento da fiscalização para aspectos que demonstram anormalidade.

4 O SISTEMA FINANCEIRO PARAGUAIO

A estrutura e a evolução recente do sistema financeiro paraguaio (SFP) estão marcados por dois importantes fatores: (i) as profundas mudanças dos quadros político, macroeconômico e regulatório do país, iniciadas em fevereiro de 1989, com a substituição da ditadura do general Alfredo Stroessner por um governo democrático; e (ii) a crise financeira, especialmente bancária, que atingiu o Paraguai em 1995, cujos desdobramentos ainda condicionam o desempenho macroeconômico e as condições de operação do sistema financeiro do país.

No que se segue, apresenta-se uma análise sucinta desses dois fatores para depois se descrever e comentar a estrutura atual do SFP.

4.1 Antecedentes: a Economia

Paraguaia na Década de 1980

Como foi norma entre economias latino-americanas no período 1982/1989, o desempenho macroeconômico da economia paraguaia foi marcado por desequilíbrios, diretamente ou indiretamente associados à crise da dívida externa da região, iniciada com a moratória do México em 1982: o PIB paraguaio cresce a uma taxa média anual próxima a 3%, resultando em decréscimo do PIB 'per capita'; a inflação mantém uma média anual superior a 20%, apesar da introdução de um sistema de preços administrados bastante amplo, incluindo serviços públicos, combustíveis, taxas de juros e salários; as dificuldades de cumprimento dos compromissos externos, especialmente a partir de 1985, praticamente excluem o país do mercado financeiro internacional.⁶²

A restrição cambial e a necessidade de controle da inflação levaram as autoridades a adotarem um complexo sistema de taxas de câmbio múltiplas (diferenciadas por tipo de operação), estimulando o rápido crescimento do mercado paralelo de câmbio. Além dos controles sobre as taxas de juros e de câmbio, o sistema bancário paraguaio era submetido a elevadas alíquotas de recolhimento compulsório e restrições administrativas ao crédito – recursos que também faziam parte da política de controle inflacionário.

Diante desse quadro de estagnação econômica e forte controle do governo sobre os preços, os juros, o câmbio e a atividade financeira em geral, as oportunidades de captação e aplicação de recursos pelo SFP por meio dos mecanismos "normais" de mercado ficaram seriamente prejudicadas, tornando-se freqüente o surgimento de problemas de liquidez no sistema, solucionados pela extensão de *socorro de liquidez* pelo Banco Central do Paraguai (BCP). Nessas condições, a intermediação financeira privada *formal* tendeu a retrair-se, desenvolvendo-se, em seu lugar, um mercado financeiro informal, no qual as operações de crédito (basicamente, de curto prazo) e cambiais eram feitas com base em taxas de juros e câmbio bem superiores às oficiais. Ao lado desse mercado informal, o governo manteve um sistema de crédito público

⁶² Taxas de crescimento do PIB e de inflação calculadas a partir de dados de BCP (1998a); demais informações sobre a década de 80 obtidas em Macchi (1992).

subsidiado, financiado com emissão de moeda e voltado para setores considerados prioritários – agroexportador e substituto de importações – que, afinal, foi o que sustentou a taxa de investimento e o crescimento do país ao longo da *década perdida*.

4.2 Mudanças no Quadro

Político e Macroeconômico a Partir de 1989

O ano de 1989 é um marco das mudanças políticas, econômicas e regulatórias (da economia) no Paraguai. Nesse ano inicia-se o processo de transição do país para a democracia –, após 35 anos sob a ditadura de Stroessner –, assim como uma tentativa de estabilização monetária e de liberalização econômica – esta última envolveu, basicamente, o comércio exterior e o sistema financeiro. O programa de combate à inflação então adotado seguiu uma orientação ortodoxa, apoiando-se na restrição monetária e em forte ajuste fiscal, que, ao combinar aumento de impostos e cortes nas despesas, converteu o déficit público de 3% do PIB, em 1988 [IMF, 1999, p. 8], em superávit de 1,9%, em 1989, e 5,2%, em 1990 (ver tabela A.25). Essa política resultou em forte desaceleração da atividade econômica, fazendo o crescimento do PIB recuar de 5,8% em 1989 para 1,8% em 1992. Apesar disso, a inflação cedeu lentamente, passando de 26% em 1989 para 15,2% em 1992, depois de atingir 38,1% em 1990.

No que tange à liberalização cambial e financeira, as principais medidas do novo governo foram as seguintes:

- redução de tarifas alfandegárias para bens de consumo e produtos de países vizinhos;
- substituição do antigo e complexo regime de câmbio do país – administrado, baseado em taxas múltiplas e voltado à estabilidade da taxa de câmbio real para o comércio exterior, pelo critério de paridade do poder de compra – pelo regime de "flutuação suja" –, medida que exigiu, de um lado, a definição clara do campo de atuação das casas de câmbio e, de outro, a criação de uma mesa de câmbio no BCP, encarregada de comandar as intervenções da instituição no mercado, de modo a controlar o grau de oscilação da taxa de câmbio;
- abertura do sistema bancário a captações externas voltadas ao financiamento das exportações;
- autorização para bancos operarem no mercado a termo de divisas;
- eliminação gradual dos controles do BCP sobre as taxas de juros ativas e passivas, que, a partir de outubro de 1990, tornaram-se totalmente livres; e
- autorização para bancos e empresas financeiras captarem depósitos junto ao público pelo prazo de 180 dias, a taxas (livres) de mercado.

Essas mudanças foram acompanhadas de outras, no modo de atuação do BCP e na regulamentação do sistema bancário, para reforçar o uso de mecanismos de mercado

para o controle da liquidez pelo BCP e estimular o controle preventivo do risco (de liquidez) pelos bancos. Nessas áreas, as principais mudanças foram:

- remuneração e redução gradual das taxas de recolhimento compulsório sobre os depósitos bancários, que passam de cerca de 30% em 1993 para 18% em fins de 1998 [IMF, 1999, p. 15];
- aumento da taxa de redesconto para níveis próximos aos da de captação de poupanças pelos bancos. Com essa medida, manteve-se o caráter não punitivo do redesconto, mas eliminou-se o subsídio e o "risco moral" que caracterizaram o uso desse instrumento na década de 1980. Por outro lado, foi mantida uma antiga distorção do uso desse instrumento, que, no Paraguai, cumpre (ainda), basicamente, a função de "promover o crédito em favor dos setores produtivos" [Macchi, 1992, p. 168], e não a função clássica de disciplinar o sistema bancário em suas operações ativas;
- autorização para o BCP operar no mercado interbancário por meio da emissão e colocação de títulos próprios para regulação da liquidez do sistema; e
- aumento dos requisitos de capital mínimo para a operação de instituições financeiras, estabelecido em G\$ 3 bilhões para os bancos, G\$ 500 milhões para as financeiras e G\$ 200 milhões para as sociedades de poupança e empréstimo [Macchi, 1992, p. 166].

4.3 Da Experiência de “Liberalização”

Financeira

à Crise Bancária de 1995

Como se pode perceber, a liberalização financeira e cambial de fins da década de 1980 não foi muito longe no Paraguai. A rigor, as modestas mudanças na regulamentação do SFP a partir de 1989 não conformam o que, na literatura recente, se tem denominado de liberalização. Tais mudanças deixaram de contemplar pelo menos duas medidas "clássicas" nessas experiências, quais sejam: (i) a desregulamentação (des-segmentação) interna do setor, significando a autorização para que os bancos comerciais possam operar como bancos universais (ou múltiplos, como se denomina no Brasil), e (ii) ampla abertura à captação de recursos no exterior, por parte de bancos ou empresas não financeiras: somente bancos foram autorizados a fazer esse tipo de captação e, mesmo assim, apenas para fins de financiamento ao comércio exterior.

A modéstia das reformas, aliada à persistência da inflação em níveis relativamente altos, explicam seus efeitos, também modestos, sobre o modo de operação do SFP. Ao contrário do observado em outras economias latino-americanas que reformaram seus sistemas financeiros no mesmo período, a reforma financeira no Paraguai não resultou em expansão do mercado de capitais – que era e ainda é absolutamente inexpressivo, não só no segmento de renda variável (ações), mas também no segmento de renda fixa, mesmo para títulos de curto prazo (ver tabela A.26). O estímulo ao mercado de capitais, em geral, ocorre a partir da entrada de investimentos exter-

nos no país, o que, no Paraguai, ocorreu de forma bastante moderada, exceto na rubrica de investimentos diretos (ver tabela A.27).

No setor financeiro, apenas o sistema bancário se expande no início da década de 1990 e, ainda assim, por pouco tempo – até a deflagração de uma crise bancária no início de 1995. Os depósitos no sistema crescem significativamente até 1994, liderados pelos depósitos em moeda estrangeira, que elevam sua participação sobre o total de menos de 40% em 1990 para 49,4% em 1994, tendo chegado a 55,5% em 1993 (ver tabela A.28). O crédito ao setor privado também se expande no período, com aumento da participação das operações em moeda estrangeira, em detrimento dos negócios em moedas nacional (ver tabela A.29). Além da própria composição dos depósitos, esse perfil de crescimento do crédito reflete ainda a elevada diferença entre as taxas de juros em moedas nacional e estrangeira – a primeira se mantém mais de 100% superior à segunda (ver tabela A.30) – que se mantém até os dias de hoje.

A expansão do crédito na primeira metade da década de 1990, contudo, não pode ser inteiramente atribuída às mudanças implementadas no sistema financeiro, devendo-se também a uma peculiaridade da economia paraguaia, que já existia antes das reformas. Trata-se do papel do setor público como *credor líquido* do sistema bancário, refletindo a política de subsídio do governo ao setor – em geral, por intermédio do BCP – que, ao que tudo indica, não foi alterada depois das reformas. Como mostra a tabela A.29, essa condição foi reforçada no início desta década, diante das elevadas taxas de crescimento do crédito do setor público aos bancos. Assim, parte do aumento do crédito ao setor privado no período é, na verdade, empréstimo do governo – e não do sistema bancário – ao setor.

Essa postura permissiva do governo com relação ao setor financeiro, aliada à flexibilização cambial, à liberação da captação bancária externa e à falta de um sistema de informações e supervisão bancárias adequado, criou um ambiente propício a excessos e imprudências por parte dos bancos. Esse quadro resultou em uma crise bancária no início de 1995, cujos efeitos ainda se fazem sentir no SFP até os dias atuais.

Alguns anos depois da (modesta) liberalização financeira e cambial no Paraguai, diversos bancos públicos e privados viveram sérios problemas de liquidez e solvência, devido à perda de depósitos e ao aumento da inadimplência.⁶³ Ambos apoiavam grande parte de suas operações em subsídios do BCP, por meio do redesconto – "moralizado" a partir de 1989, com a reorganização monetária e financeira do país – e captações externas, cujos encargos se tornaram repentinamente insustentáveis – com a flexibilização, a taxa de câmbio saltou de G\$ 500/US\$ em 1988 para G\$ 1 035/US\$ [Macchi, 1992, p. 191]. Além disso, o crédito bancário ao setor privado cresceu a taxas *reais* muito superiores às do crescimento do PIB – respectivamente, 19,2% e

⁶³ Para uma descrição sucinta de alguns casos, ver Macchi (1992, p. 172-177).

2,9% ao ano, entre 1991 e 1994 –,⁶⁴ dando origem a problemas de inadimplência entre empresas e consumidores.

Outro problema do período foi que, no intuito de legalizar o setor financeiro informal, que era importante no Paraguai durante a década de 1980, as reformas financeiras facilitaram a criação de novas instituições financeiras ao exigirem baixos níveis de capital mínimo e simplificarem os procedimentos burocráticos envolvidos. Com isso, obteve-se de fato a legalização de muitas instituições financeiras, mas, ao mesmo tempo, autorizou-se o funcionamento de instituições sem condições técnicas e, muitas vezes, sem reputação adequadas.

Finalmente, dois outros fatores contribuíram fortemente para o surgimento dos problemas de liquidez e insolvência bancária em meados da década de 1990: (i) a política ainda generosa de redesconto do BCP – afinal, a taxa de juros desses empréstimos não era superior à de mercado; e (ii) a inexistência de um aparato regulatório e práticas de supervisão bancária capazes de impor, às instituições financeiras, controles prudenciais de risco. Além da falta de regulamentação prudencial, faltavam recursos humanos (os inspetores do BCP cumpriam, simultaneamente, a função de fiscalização para efeitos tributários, sendo esta última mais enfatizada) e técnicos (a supervisão bancária era feita, em sua maioria, com base em procedimentos de apuração e cálculo manuais). Enfim, um amplo conjunto de fatores possibilitou o acúmulo de dívidas externas e créditos de má qualidade pelas instituições financeiras em operação no Paraguai.

Inicialmente, o BCP tentou conter a crise com a ampliação de seu instrumento tradicional de atuação nesses casos – o "socorro de liquidez" – e de um mecanismo nada ortodoxo, dado pelo redirecionamento dos depósitos das empresas públicas para os bancos nacionais, que vinham perdendo depósitos rapidamente em detrimento dos estrangeiros. Entre o socorro direto aos bancos sob intervenção e um programa especial criado na ocasião, denominado Rede de Segurança Bancária, o BCP disponibilizou empréstimos ao sistema bancário da ordem de US\$ 357 milhões em 1995 e US\$ 338 milhões em 1996 [BCP, 1996b],⁶⁵ equivalentes, respectivamente, a 21,7% e 16,8% dos depósitos bancários totais nesses anos.

Em meados de 1996, persistindo os problemas, o governo criou uma nova linha de crédito aos bancos em dificuldades, de prazo mais longo que o da Rede de Segurança, denominada Plano de Reabilitação, por meio da qual o BCP alocou mais US\$

⁶⁴ As taxas de crescimento do PIB e da inflação constam da tabela A.25. Quanto ao crédito, a taxa média de 19,2% foi calculada com base nos dados originais do BCP (1998a) *em guaranis*. Os dados em dólares, que constam da tabela A.29, resultam em uma taxa média de crescimento nominal de 27,5% entre 1991 e 1994. Mas, descontada a valorização cambial real do período de 6,5% ao ano, chega-se a uma taxa média de crescimento do crédito de 19,7% ao ano, bem próxima à calculada com base nos dados em moeda nacional.

⁶⁵ Os dados originais em guaranis, que foram convertidos para dólar pelas taxas médias de câmbio constantes da tabela A.25, são de G\$ 703.217 milhões em 1995 e G\$ 697.105 milhões em 1996.

60 milhões ao sistema bancário nesse ano, e editou a Lei Geral de Bancos, Financeiras e Outras Entidades de Crédito (Lei nº 861/96, de 12 de julho de 1996), revendo as condições de operação do SFP. Essas condições são analisadas na seção seguinte.

4.4 Nova Regulamentação do SFP após a Crise de 1995 e a Estrutura Atual do SFP

Distintamente do que se observou no Brasil e na Argentina, que, diante das crises bancárias enfrentadas também em 1995 reforçaram os controles prudenciais sobre o sistema financeiro e criaram programas de reestruturação do setor (o PROER no Brasil e o FFCB na Argentina),⁶⁶ o governo paraguaio adotou apenas a primeira linha de ação e, ainda assim, de forma mais amena que nos outros dois países. A Lei nº 861/96 é, basicamente, um instrumento de ampliação do processo de liberalização financeira e cambial que, paralelamente, institui alguns mecanismos de controle prudencial de risco. Os principais tópicos dessa lei, que regula atualmente o SFP, são comentados a seguir.

Escopo da Atuação das Instituições Financeiras

A legislação paraguaia é ambígua nessa matéria. De um lado, a definição das atividades a que estão autorizados os bancos, segundo a Lei nº 861/96, os classifica como *bancos universais*. Além das atividades bancárias típicas (captação de depósitos à vista e a prazo, desconto de duplicatas e concessão de empréstimos, avais e cartas de crédito), as instituições bancárias podem administrar fundos de investimento e pensão, captar recursos no mercado interno e externo por meio da emissão de títulos próprios (pelo prazo mínimo de um ano), realizar operações de 'underwriting', e negociar livremente com ações e títulos de empresas financeiras e não financeiras, nos mercados primário e secundário. As mesmas regras, praticamente, se aplicam às empresas financeiras, sendo a principal exceção a captação de depósitos à vista, que é vedada a essas instituições.

Por outro lado, a Lei do Mercado de Valores nº 94/91, de dezembro de 1991, proíbe a atuação *direta* de bancos e financeiras no mercado de capitais. De acordo com essa lei, essas instituições só podem atuar no mercado *secundário* de capitais e, ainda assim, por intermédio de "agentes de bolsa" (corretores independentes) ou "s de bolsa" (instituições corretoras). Como a Lei nº 861/96 não revoga, explicitamente, a Lei do Mercado de Valores, deve-se concluir que esta última continua em voga. Note-se, contudo, que as duas leis autorizam a participação de bancos e outras entidades financeiras no capital de casas de bolsas, de modo que, na prática, desde que adquiram tais participações, as instituições reguladas pela Lei nº 861/96 podem atuar *diretamente* no mercado de capitais.

⁶⁶ PROER = Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional; FFCB = Fundo Fiduciário de Capitalização Bancária.

Investimento Estrangeiro

Os investimentos estrangeiros no Paraguai, diretos ou por meio de instituições financeiras locais, recebem o mesmo tratamento tributário e regulatório que o capital nacional.

Garantia de Depósitos

A Lei nº 861/96 criou um seguro para todos os tipos de depósitos (à vista, a prazo em guaranis ou moeda estrangeira), até o limite de dez vezes o salário-mínimo vigente no país (aproximadamente US\$ 214 em junho de 1998).

*Capital Mínimo para Operação de Instituições Financeiras*⁶⁷

As exigências de integralização de capital para o funcionamento de instituições financeiras foram substancialmente elevadas a partir de 1996, passando de G\$ 3 bilhões para G\$ 10 bilhões no caso dos bancos; de G\$ 500 milhões para G\$ 5 bilhões no caso de financeiras; e de G\$ 200 milhões para G\$ 5 bilhões para as sociedades de poupança e empréstimo. Além disso, esses valores passaram a ser atualizados anualmente, de acordo com o IPC (índice de preços ao consumidor), calculado pelo BCP. O BCP concedeu um prazo de 5 anos para a adequação de capital dos três tipos de instituições, que têm, assim, até o ano 2001 para integralizar o capital exigido.

*Relação Capital/Ativo (Acordo de Basiléia)*⁶⁸

Os percentuais exigidos foram unificados e, no caso dos bancos e financeiras, reduzidos em relação ao vigente antes da Lei nº 861/96. As exigências, que eram de 15% para os bancos, 20% para as financeiras e 5% para as sociedades de poupança e empréstimo, passaram, todas, para 8%, podendo ser elevadas até 12%, por determinação do BCP. Ou seja, adotou-se o percentual mínimo exigido no Acordo de Basiléia, o que, diante do passado recente do SFP, de baixo grau de transparência nas informações e alta propensão ao risco, parece insuficiente.

Por outro lado, uma mudança importante quanto a esse aspecto, instituída pela Lei nº 861/96, é a adoção do critério de ponderação do ativo pelo risco, definido no Acordo de Basiléia. Foram, então, definidos os seguintes pesos/graus de risco:

- zero para reservas bancárias, títulos federais (do Tesouro Nacional ou do BCP) e créditos com garantias em moeda;
- 20% para títulos de organismos multilaterais, depósitos e créditos junto a bancos de primeira linha (com "investment grade") e créditos com garantias desses mesmos bancos;

⁶⁷ Condições anteriores à Lei nº 861/96 extraídas de Macchi (1992).

⁶⁸ Idem nota anterior.

- 50% para ativos junto a instituições financeiras do país e créditos garantidos por essas instituições; créditos interbancários e garantidos por hipotecas de ativos reais; e direitos por vendas de moeda estrangeira a futuro;
- 100% para depósitos, créditos e títulos não mencionados nos itens anteriores e ativos reais.

Limites à Concentração do Crédito

Esse tipo de limite já fazia parte da regulamentação do SFP, mas, a partir de 1996, foi estendido aos empréstimos entre instituições financeiras. Os limites máximos permitidos para os empréstimos são de: (i) 20% do patrimônio da instituição para um único tomador, seja pessoa física ou jurídica; (ii) 30% do patrimônio para uma única instituição financeira do país; e (iii) 20% do patrimônio para instituição financeira no exterior, podendo, nesse caso, chegar a 50%, se for uma instituição com 'investment grade'.

Controle do Risco de Crédito

Devido à baixa diversificação do SFP (retomaremos esse ponto adiante), o único tipo de risco explicitamente considerado na legislação financeira paraguaia é o risco de crédito. Nesse caso, são classificadas cinco categorias de risco, às quais se aplicam distintas exigências de provisões contra o risco de inadimplência [Holz, 1997, p. 73]:

(a) *risco normal* (não exige provisão mínima): inclui clientes sem atraso nos pagamentos e sobre os quais o banco dispõe de informações atualizadas;

(b) *risco potencial* (provisão mínima de 1% da carteira sob tal classificação): clientes com atraso nos pagamentos de 30 a 90 dias ou cujos créditos ferem o cumprimento de alguma exigência da SB-BCP;

(c) *risco real* (provisão mínima de 20%): inclui clientes com atraso entre 90 e 180 dias nos pagamentos, para os quais se disponha de informações desatualizadas ou que demonstrem deterioração de sua situação financeira;

(d) *alto risco* (provisão mínima de 50%): clientes em situação semelhante aos classificados de "risco real", mas que se encontrem em atraso de suas obrigações entre 180 e 360 dias; e

(e) *créditos irrecuperáveis* (provisão mínima de 100%): clientes em situação semelhante aos dos itens (c) e (d), com mais de um ano de atraso.

Política de Concentração do Setor Bancário e Estrutura do SFP

Embora, como já se observou, o governo paraguaio não tenha criado um programa de financiamento voltado à reestruturação bancária, por meio da concentração do setor, a Lei nº 861/96 estabelece isenção de impostos por três anos a entidades resultantes de operações de fusão ou aquisição entre instituições financeiras. Esse é o único instrumento de estímulo à reestruturação do setor vigente no país até o momento.

Contudo, a crise bancária de 1995 e a própria dificuldade do governo em saná-la se encarregaram de reestruturar o setor, no sentido da concentração, eliminando diversas instituições do mercado, especialmente bancos de capital nacional. Entre 1995 e 1998 (até novembro), o número total de bancos em operação no país reduziu-se de 35 para 23 e esse processo de enxugamento foi acompanhado de profunda mudança na composição do setor: o número de bancos privados nacionais se reduziu de 20 para 15 e o de privados estrangeiros se elevou de 13 para 17 no período (ver tabela A.31). Atualmente, o setor bancário paraguaio é completamente dominado pelas instituições estrangeiras, que detêm nada menos que 78,5% do ativo total do setor, ante 13,5% do único banco público ainda em operação (o BNF, Banco Nacional de Fomento) e apenas 8% dos bancos com predominância de capital nacional.

4.5 Considerações Finais sobre as Atuais Condições de Operação do SFP

Comparado aos sistemas financeiros brasileiro e argentino, o SFP se diferencia em três aspectos fundamentais:

- as regras de controle e supervisão prudencial da atividade bancária são embrionárias no Paraguai: a regulamentação parece amena frente às necessidades de saneamento do setor e sua aplicação esbarra na falta de recursos humanos e tecnológicos;
- o mercado de capitais praticamente inexistente no país, mantendo-se estagnado mesmo após a liberalização financeira – nos demais países do bloco, esse mercado é precariamente desenvolvido, concentrado no segmento secundário, mas se encontra em expansão desde o início da década de 1990; e
- a taxa de inflação e o grau de risco cambial são substancialmente mais altos que nos outros países do bloco, o que, aliado à ausência de mecanismos de indexação dos ativos, atua como obstáculo ao desenvolvimento do mercado financeiro local.

Entre essas limitações, a inflação elevada, mesmo para os padrões da América Latina, e a instabilidade cambial são, certamente, fatores decisivos. Essas condições desincentivam a atividade financeira e explicam a persistência de características importantes e bastante desfavoráveis ao bom funcionamento do SFP, entre elas:

- baixo grau de diversificação do setor, fortemente concentrado em bancos;
- baixo grau de diversificação da atividade bancária, cujas estruturas ativa e passiva se concentram, respectivamente, em créditos e depósitos de curto prazo (ver tabela A.32);
- elevadas taxas de juros e ‘spreads’ bancários: mesmo após a liberalização financeira, as taxas reais de captação bancária em moeda nacional se mantiveram muito baixas – sendo até negativas em alguns anos (1991, 1993/1994 e 1998) – mas as taxas dos empréstimos até se elevaram e foram, em média, de 16,8% ao ano, entre 1992 e 1997 (ver tabela A.30). O mesmo verifica-se nas operações em moeda estrangeira, cujas

taxas de captação recuaram sistematicamente ao longo dos anos 1990, enquanto as taxas dos empréstimos se mantiveram praticamente inalteradas no mesmo período; e

- em decorrência das condições anteriores e a despeito dos esforços do BCP, o sistema bancário mantém-se operando sob elevado grau de risco de crédito, refletido no sistemático aumento da inadimplência e em baixos níveis de provisões contra esse tipo de risco (ver tabela A.33).

Em suma, embora o SFP tenha registrado sem dúvida avanços importantes nos últimos anos, ainda apresenta algumas limitações no que tange às condições macroeconômicas, à regulamentação prudencial, à supervisão bancária e, por conseguinte, ao seu efetivo modo de operação. Essas limitações ainda dificultam o desenvolvimento do mercado financeiro paraguaio em bases saudáveis e podem ser um entrave à sua integração com o mercado financeiro internacional, incluindo os vizinhos do MERCOSUL.

5 O SISTEMA FINANCEIRO URUGUAIO

5.1 Antecedentes O Uruguai foi uma das primeiras economias latino-americanas a implementar um programa de liberalização financeira e comercial, nos anos 1970. Em 1974, o governo estabeleceu plena liberdade cambial e um sistema de câmbio flutuante. O sistema financeiro foi desregulamentado, o que gerou rápido crescimento do número de bancos e casas bancárias, especialmente de *instituições financeiras externas* – voltadas exclusivamente para captação e aplicação de fundos de não-residentes – constituindo-se desde então em um centro de operações ‘off-shore’, sobretudo para países latino-americanos. No plano comercial, houve significativa redução das tarifas – de 300% em média para algo em torno dos ainda elevados 100% em média, até se chegar a cerca de 35%.⁶⁹

Uma das consequências mais visíveis da liberalização financeira, num período de reconhecida alta liquidez nos mercados internacionais de crédito,⁷⁰ foi o crescimento abrupto da captação de empréstimos externos. Este foram, em grande medida, direcionados para o mercado imobiliário, gerando verdadeira bolha de preços.⁷¹ O setor público também expandiu seu endividamento em moedas estrangeiras (essencial-

⁶⁹ Atualmente, o grau de proteção continua nesses patamares, apesar de haver ainda *regimes especiais* para automóveis, pneus, tapetes e outros artigos.

⁷⁰ Ver o capítulo 1 deste relatório.

⁷¹ Casas (1993, p. 392/393) descreve essa bolha especulativa de forma pitoresca: “A euforia produzida por dinheiro abundante e barato foi sentida principalmente em Punta del Leste. A estreita península parecia que ia afundar sob o peso dos grandes edifícios que eram construídos rapidamente para os ávidos veranistas argentinos com os bolsos também repletos de petrodólares. As escrituras dos apartamentos novinhos em folha (muitos meros projetos, pois não haviam sido construídos) eram revendidas com grandes diferenças”.

mente dólares) aproveitando essa situação de liquidez abundante. O resultado desse processo foi o rápido crescimento da dívida externa, que saíra de valores insignificantes no início dos anos 1970, chegou a US\$ 1 bilhão em 1976 (cerca de 28% do PIB de US\$ 3,6 bilhões de então) e a US\$ 3,9 bilhões em 1986 (66% do PIB).⁷²

A abrupta elevação das taxas de juros dos EUA (e internacionais) em 1979 teve um efeito sobre a economia uruguaia similar ao ocorrido em quase todas as economias latino-americanas: o crescimento do estoque da dívida e da vulnerabilidade financeira externa. Tendo em vista que parte substancial das dívidas estavam em nome de agentes privados – com fluxos de caixa em pesos uruguaios –, tal reversão do quadro de liquidez externa, associado à elevação da dívida e ao esfriamento da atividade econômica, geraram desequilíbrios financeiros significativos, aumentando o risco de quebra de grande parte do setor privado.

A solução uruguaia tampouco foi original: a estatização de grande parte da dívida privada, por meio de operações veladas de ‘swaps’ de dívida pública privada em dólares por dívidas em pesos uruguaios, com taxas de juros inferiores às existentes nos mercados internacionais [Casas, 1993]. Esse processo de estatização da dívida incluiu a compra por parte do BCU de carteiras de créditos (duvidosas) de bancos comerciais, como forma de aliviar o risco sistêmico. Apesar da forte intervenção do Banco Central, alguns importantes bancos – como o *Banco Comercial*, além de outros dois bancos de capital uruguaio e um banco de capital chileno, o *Banco Pan de Azúcar* – faliram e passaram a ser administrados pelo próprio BCU.⁷³

Como nos demais países da América Latina, o custo do ajuste requerido da economia uruguaia ao longo da década de 1980 foi bastante significativo, especialmente a partir de 1982 – entre esse ano e 1989, o PIB *decreceu* a uma taxa média de 0,3% ao ano.⁷⁴ Essa retração só foi interrompida pelo curto período de dois anos (1986 e 1987) cuja taxa de crescimento médio anual, de 6,7%, distorce a média do período. Dois fatores foram fundamentais para essa mudança de curso: (i) a queda do preço do petróleo, que melhorou sensivelmente a conta comercial;⁷⁵ e (ii) o crescimento

⁷² Todos os dados sem referência a tabelas do anexo estatístico provêm do *World Bank Database*; ver <http://www.world.bank.org>, Country Profiles: Uruguay.

⁷³ Esses bancos foram posteriormente fechados ou vendidos à iniciativa privada, como o Banco Comercial, que foi arrematado em 1990 por um consórcio de bancos (Crédit Suisse, Dresdner Bank, Chemical Bank de Nova York e o Banco General de Negócios de Buenos Aires). Uma das consequências desse processo foi a total desnacionalização do sistema bancário. Voltaremos a falar dessa crise e suas consequências sobre a estrutura atual do sistema financeiro uruguaio.

⁷⁴ Taxa calculada a partir de dados de Casas (1993, quadro 1, p. 417).

⁷⁵ O Uruguai não possui produção própria e, portanto, sua conta comercial é fundamentalmente dependente dos preços externos, dada a baixa elasticidade-renda do consumo de petróleo (especialmente de óleo diesel).

acelerado do consumo de carne por parte do Brasil.⁷⁶ O crescimento das exportações, em US\$ 230 milhões, associado a uma queda de importações, provocou incremento das reservas internacionais na ordem de US\$ 260 milhões. Como não foi esterilizado pelo BCU, esse incremento gerou uma expansão proporcional do nível de liquidez da economia [Casa, 1993, p. 394], o que ajudou a impulsionar o crescimento econômico no período. A inflação também se acelerou durante a década de 1980, passando de cerca de 47% em 1976 para algo em torno de 50% entre 1984 e 1986 e 71% em 1986.

Somente a partir dos anos 1990, a economia uruguaia volta a apresentar um bom desempenho econômico. Nessa década, até 1997, o PIB cresceu à taxa média anual de 3,7%, elevando esse percentual para 4,5%, se excluirmos o ano de 1995 (ver tabela A.34), único de crescimento negativo no período, como reflexo da crise cambial mexicana, deflagrada em fins de 1994, que gerou um quadro de instabilidade para toda a região. A expansão econômica da década de 1990 pode ser atribuída à combinação de três fatores intimamente relacionados: (i) a retomada do fluxo de capitais externos para o país (ver tabela A. 36); (ii) o crescimento do crédito ao setor privado (ver tabela A.36), motivado pela expansão da liquidez e pela queda (ainda que moderada) das taxas de juros (ver tabela A.37a); e (iii) a expansão do próprio nível de consumo (ver tabela A.34).

Esse perfil de crescimento econômico levou o país a registrar déficits sistemáticos na conta corrente do balanço de pagamentos (ver tabela A.35), apesar do bom desempenho das exportações no período – desequilíbrio que só foi possível devido ao aumento das captações de recursos no exterior, especialmente por parte dos bancos no Uruguai.⁷⁷

A contínua entrada de capital na relativamente pequena economia uruguaia estimulou, por outro lado, a utilização do câmbio como variável de ajuste no combate à inflação⁷⁸ – como em geral aconteceu em diversas economias latino-americanas. Assim, o peso uruguaio tem sido desvalorizado gradualmente, em um sistema de bandas: o Banco Central permite que o câmbio flutue dentro de uma banda de 3% e a média da banda é ajustada anualmente em 0,6%. De fato, essa política permitiu forte valorização real do peso uruguaio, especialmente entre 1994 e 1995, mas que permanece claramente até os dias de hoje.

⁷⁶ Isso se deveu não só ao crescimento brasileiro no período como ao fato de que as importações de carne se elevaram para fazer face ao *acionamento* de oferta gerado pelo congelamento de preços realizado pelo Plano Cruzado em 1986.

⁷⁷ Voltaremos a discutir essa questão.

⁷⁸ Além da política cambial, o governo vem adotando, desde 1991, uma política fiscal contencionista como arma contra a inflação. Sob o acordo precaucionário de linha de crédito com o FMI em 1998, o Uruguai passou a se comprometer com metas inflacionárias, medidas pelo Índice de Preços ao Consumidor, menores que 10% ao ano – apesar de o governo uruguaio nunca ter tido compromisso forte com relação a isso.

5.2 Quadro Atual

O sistema financeiro uruguaio é segmentado, basicamente dominado pelo sistema bancário, sendo que a participação pública no setor continua significativa, tanto do ponto de vista quantitativo quanto qualitativo – ou seja, sistêmico. A tabela 13 apresenta um sumário da estrutura do SFU no período recente.

Os *bancos comerciais* privados atuam em todas as atividades tipicamente bancárias – ou seja, *não são constituídos na forma de bancos universais*. Vale notar que, na legislação bancária uruguaia, bancos fundados no Uruguai são considerados bancos nacionais mesmo se seu capital for totalmente estrangeiro. Os bancos estrangeiros podem estabelecer filiais no país, com as mesmas regras operacionais dos bancos nacionais.

TABELA 13
Sistema Financeiro Uruguaio: Estrutura em Anos Seleccionados

	Número de Instituições			Participação sobre o Total do Sistema Financeiro (%)	
	1994	1996	1998	Empréstimos	Depósitos
<i>Bancos</i>	53	53	52	96,8	97,7
Públicos	2	2	2	46,2	35,5
Privados	43	43	42	50,6	62,2
Casas Financeiras			10	nd	nd
IFES			11	nd	nd
<i>Cooperativas</i>	8	8	7	3,1	2,4

Fonte: BCU.

Obs.: Nas estatísticas oficiais são incluídas no item “bancos privados” as *casas financeiras* e *instituições financeiras externas*. Há, entretanto, algumas importantes diferenças no escopo de atuação dessas instituições, como notamos na seção 5.5.

Nota: nd = não disponível.

As *casas financeiras*, a maioria das quais de propriedade estrangeira, podem conduzir todo tipo de atividade financeira, exceto aquelas exclusivas de bancos comerciais – como, por exemplo, receber depósitos à vista de residentes e não-residentes e depósitos a prazo de não-residentes. As *cooperativas financeiras* são instituições financeiras organizadas como cooperativas de crédito, que entretanto podem prover serviços bancários para os seus associados.

As *instituições financeiras externas* (IFE) são definidas⁷⁹ como entidades cuja atividade consiste na “realização de operações de intermediação financeira entre oferta e demanda de títulos mobiliários, dinheiro ou metais preciosos, radicados fora do território do Uruguai” [Holz, 1997, p. 103]. Esses ativos financeiros devem, entretanto, ser

⁷⁹ Artigo 4º do DL nº 15 322; artigo 21 do Decreto nº 614/62; Decreto nº 521/90, de 14 de novembro de 1990; Decreto nº 540/90, de 30 de novembro de 1990; Decreto nº 266/91, de 22 de maio de 1991.

de posse exclusivamente de não-residentes. Ou seja, as IFE determinam o caráter de mercado 'off-shore' do sistema bancário uruguaio.

O *Banco de la República* (BROU) atua como o banco comercial do governo e também opera como banco comercial e de desenvolvimento para os setores agrícola e industrial. Trata-se, sem dúvida, da mais poderosa instituição financeira no Uruguai, concentrando cerca de 30% dos empréstimos e dos depósitos de todo o SFU (ver tabela 14).

TABELA 14
SFU: Participação do BROU e de Bancos Privados no Total dos Empréstimos

							(Em porcentagem)
	Participação sobre Total de Crédito Doméstico				Participação de Empréstimos em Moeda Estrangeira sobre Crédito da Instituição		Participação dos Depósitos do BROU no Total de Depósitos do SFU ¹
	Bancos Privados		Banco de la República		Bancos Privados	Banco de la República	
	Pesos	Moeda Estrangeira	Pesos	Moeda Estrangeira	Moeda Estrangeira	Moeda Estrangeira	
1993	10	49	11	29	17	73	32
1994	10	48	11	30	17	74	32
1995	10	51	9	30	16	77	34
1996	10	52	8	31	16	81	34
1997	10	54	7	29	16	81	33
Jun. 1998	10	54	7	29	15	81	33

Fonte: BCU.

Nota: ¹Dado de 1998 referente a outubro.

O BROU teve um papel-chave na crise financeira de meados dos anos 1980, na medida em que atuou algumas vezes como agente do governo federal na aquisição de três instituições em processo falimentar. Além disso, tornou-se o provedor quase exclusivo de financiamento de longo prazo (não imobiliário) no país, assim como de créditos subsidiados de médio prazo para atividades industriais e agrícolas.

As instituições privadas têm se concentrado em financiamento de curto prazo, com uma única exceção significativa: o crescimento recente dos financiamentos de médio prazo para o setor comercial e para os consumidores – associado com o 'boom' de consumo discutido anteriormente –, além de financiamento de empreendimentos imobiliários – grande parte do qual como repasse de recursos externos.

O financiamento imobiliário (não especulativo) de famílias (em geral de classe média) continuou parcialmente nas mãos do *Banco Hipotecário* (BH), que, mesmo não sendo monopolista estatal, é o único autorizado a emitir certificado imobiliário indexado (garantido por terceiras partes), que é a base do 'funding' interno do sistema.

Seguindo uma tendência latino-americana de redução do papel do Estado no setor financeiro, o governo deixou de subsidiar os dois bancos públicos citados. Seus de-

pósitos continuam garantidos pelo governo central, porém, o governo institui controles e medidas voltadas a ampliar a independência e maior eficiência do monitoramento de ativos, passivos e juros dessas instituições.⁸⁰

5.3 Tendências do SFU na Década de 1990

Conforme foi observado, uma das tendências mais peculiares do sistema bancário nesta década tem sido a sua dolarização: atualmente mais de 60% de todo o crédito concedido pelo sistema financeiro privado uruguaio e mais de 80% de seus depósitos estão denominados em moeda estrangeira (ver tabelas A.36 e A.38).

O crescimento dos depósitos em moeda estrangeira poderia denotar, em princípio, que estaria sendo alcançado o objetivo de crescimento do sistema financeiro enquanto 'off-shore' – meta estabelecida, como foi observado, desde as reformas financeira e cambial de 1974. Entretanto, uma análise mais detalhada dos dados nos permite notar que, de fato, o crescimento dos depósitos em moeda estrangeira tem-se devido muito mais a depósitos de uruguaios (ver linha 13 da tabela 15).⁸¹

O crescimento do crédito em dólares, contudo, justifica-se aqui por dois motivos básicos. Primeiramente, a significativa diferença entre taxas em moedas estrangeiras e taxas em pesos uruguaios. Esse diferencial se justifica pelo risco cambial, na forma como é percebido pelos bancos, dado o crescimento dos depósitos em moeda estrangeira como forma de financiamento de suas operações de crédito. Em segundo lugar, esse diferencial atrai os tomadores, desde que se acredite que a situação cambial não irá se deteriorar de forma abrupta.

Outra tendência importante tem sido o crescimento da participação do crédito ao setor privado no total do crédito concedido ao setor não financeiro (ver tabela A.36). Esta se deve a dois fatores. Primeiramente, à retração da dívida pública, tendo em vista o programa de ajuste fiscal nos anos 1990 – amplamente auxiliado pelo crescimento do produto e, portanto, das receitas tributárias. Em segundo lugar, o diferencial de juros em pesos uruguaios e dólares é grande o suficiente para, em um contexto de câmbio administrado, gerar preferência por empréstimos denominados em dólar. Por fim, uma parte significativa dos empréstimos é relacionada ao setor exportador, que, nesse caso, faz um 'hedge' de seus fluxos de pagamento com os seus recebíveis em moeda estrangeira (ver tabela A.37).

A partir de 1996, o sistema bancário volta a enfrentar dificuldades. Em setembro daquele ano, o Banco Central interveio pesadamente no *Banco Pan de Azúcar*, que não pôde cumprir com alguns requisitos da regulamentação bancária (inclusive com os

⁸⁰ Voltaremos a essa questão na discussão sobre regulamentação.

⁸¹ Não se trata de um detalhe: um aumento do grau de dolarização no sistema bancário sem um correspondente crescimento em ativos em dólares (e não simplesmente denominados em dólares), amplia o grau de vulnerabilidade do sistema bancário em corridas geradas por perda de credibilidade da política cambial. Vamos analisar essa questão posteriormente.

requisitos de capital mínimo): houve destituição da direção, além da criação de uma comissão interventora para supervisionar a administração do banco até que seu controle fosse transferido para a iniciativa privada. Em setembro de 1998, por sua vez, o BCU também interveio no *Banco de Crédito*, uma das quatro maiores instituições bancárias do país, após uma “corrida” contra os depósitos daquela instituição.

TABELA 15
Dados Agregados do Sistema Financeiro Uruguaio – 1993/1998

	1993	1994	1995	1996	1997	Jun. 1998
(Em porcentagem)						
<i>Agregados monetários (% PIB)</i>						
(1) M ₀	7,05	7,30	7,11	6,42	6,22	5,25
(2) M ₁	13,47	13,79	13,70	13,15	12,15	11,50
(3) M ₂	23,26	22,21	23,77	22,08	20,66	20,14
(4) M ₃	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
<i>Crédito (% do total de crédito interno)</i>						
(5) Crédito em moeda estrangeira	56,06	56,12	58,00	60,01	62,88	65,05
(6) Setor privado	84,29	83,48	86,54	89,13	92,38	95,56
(7) Setor público	15,71	16,52	13,46	10,87	7,62	4,44
(8) Total de crédito doméstico	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
<i>Depósito (% total dos depósitos)</i>						
(9) Em pesos uruguaios	26,05	16,09	17,94	16,74	15,40	15,71
(10) Em moeda estrangeira (m.e.)	73,95	83,91	82,06	83,26	84,60	84,29
(11) Em m.e. por residente	50,37	54,17	54,44	54,62	55,14	56,49
(12) Total de depósitos	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
(13) Depósitos de não-residentes	27,62	28,82	27,01	28,61	29,24	28,25

Fonte: Tabelas A.35 e A.36.

Na seção 5.5 discutiremos as principais recentes medidas voltadas para a redução do grau de fragilidade do sistema bancário. Antes disso, devemos analisar o mercado de capitais, talvez a parte menos desenvolvida de todo o sistema financeiro uruguaio.

5.4 Mercado de Capitais

O mercado de capitais uruguaio é dominado pela Bolsa de Valores de Montevidéu, a única existente no país até 1994 – somente em setembro daquele ano estabelece-se a Bolsa de Valores Eletrônica. Esta, por sua vez, tem suas transações ainda dominadas por títulos públicos, apesar do volume transacionado de títulos privados ter crescido substancialmente a partir de 1995 – chegando a representar 40,6% do total, em agosto de 1998 (ver tabela A.38). Outra razão para o crescimento da participação foi a estagnação do volume de títulos públicos negociados entre 1993 e 1996, devido, em parte, ao ajuste fiscal já relatado; esse volume só volta a crescer, e muito rapidamente, a partir de 1997, quando o BCU expande sua colocação de títulos visando, especialmente, ao financiamento de suas operações de socorro do próprio sistema bancário privado.

Uma das características do mercado de capitais uruguaio é, como foi denotado, seu pouco grau de desenvolvimento e profundidade. Mesmo no momento de grande crescimento do mercado secundário, o número de empresas listadas estagnou em 18 – para ações. O fato de o número de empresas emitentes nas bolsas ter crescido de 23 em

1993 para 61 em 1998 deve-se, exclusivamente, ao lançamento de títulos privados de dívidas (debêntures).

O mercado tem passado, nos últimos 3 anos, por profundas mudanças envolvendo questões legais e operacionais, voltadas especialmente ao seu futuro crescimento. Em 1996, duas leis foram aprovadas no Congresso com esse objetivo: a Lei nº 16 749, que estabelece claramente as regras para lançamentos públicos e privados de ações e instrumentos de dívida, e a Lei nº 16 774, que institui as características necessárias para o estabelecimento e os termos de regulamentação e supervisão dos fundos mútuos. Além disso, essa última lei determina os padrões no que tange ao segredo profissional e de adequação de capital. O Banco Central mantém-se como organismo regulador do mercado de capitais, determinando os padrões de ética profissional e de suprimento de informação e periodicidade de publicação de relatórios.

Apesar dessas mudanças, claramente o mercado ainda peca por falta de transparência e de supervisão mais ágil. Demonstração disso é o fato de que, em 1998, a *Granja Moro S.A.*, a maior avicultura do país, sofreu investigação após ter-se tornado inadimplente: cerca de US\$ 50 milhões de seus passivos de terceiros não constavam em seu relatório anual. O efeito dessa falta de transparência e supervisão foi uma crise de confiança no mercado, com conseqüências depressivas sobre o volume de negociações.

5.5 Nova Regulamentação Após a Crise e a Estrutura Atual do SFU

De forma similar ao que ocorreu no Brasil e na Argentina, a crise bancária no Uruguai suscitou tanto fortes intervenções (para evitar colapsos sistêmicos) quanto o reforço de controles prudenciais sobre o sistema financeiro. Para começar, em 1995 o Banco Central passa por uma significativa reestruturação,⁸² com:

- a introdução de um novo mandato, quando se define com maior clareza sua capacidade de administração monetária e cambial e se amplia sua capacidade de supervisão do sistema; e
- delimitação da relação entre BCU e Tesouro Uruguio: o BCU não pode financiar as atividades do governo além de um teto específico para garantir a recompra de títulos públicos (e portanto garantir a liquidez desse mercado).

⁸² O Banco Central uruguio foi fundado em 1967, com um mandato amplo que incluía, além do papel costumeiro de autoridade monetária e cambial, lidar com transações financeiras com o governo e manter pagamentos de dívidas internas e externas. Somente em 1993 criam-se a *Superintendência de Bancos e Outras Instituições Financeiras* e a *Superintendência de Companhias de Seguros e Resseguros*, ambas instituições descentralizadas que se reportavam à diretoria do BCU. Além disso, no mesmo ano cria-se uma *Divisão de Mercado de Capitais*. Assim, podemos dizer que as atividades de regulamentação e supervisão do sistema financeiro uruguio têm uma história recente. A relevância da reforma de 1995 liga-se ao reforço do papel do Banco Central, no que se refere tanto à sua autonomia em relação ao governo federal quanto (e em especial) à sua capacidade de supervisão de entidades e mercados financeiros.

O BCU tem independência de instrumentos, mas não de objetivos, pois sua Carta Orgânica estipula que deve atuar em coordenação com o Ministério de Economia e Finanças, responsável pela determinação da política econômica do país.

De acordo com o novo mandato, o BCU exerce seu poder de supervisão e inspeção sobre instituições financeiras públicas e privadas por meio da *Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera*, que periodicamente conduz auditoria completa das atividades dos bancos.

Escopo da Atuação das Instituições Financeiras

O sistema financeiro uruguaio é, por definição legal, segmentado, e bancos comerciais e demais instituições financeiras têm atributos e regulamentação específica. Na prática, entretanto, o sistema tem uma concentração quase absoluta em atividades tipicamente bancárias comerciais. Outra característica importante é sua abertura no que tange a operações cambiais e de títulos e valores por estrangeiros, por meio, especialmente, das *Instituições Financeiras Externas* – como veremos posteriormente.

Assim, a regulamentação⁸³ determina que somente os *bancos comerciais* podem: (i) receber depósitos em conta corrente e autorizar saques mediante emissão de cheques; (ii) receber depósitos à vista; e (iii) receber depósitos a prazos de residentes. As cooperativas podem, entretanto, receber depósitos e autorizar saques por meio de cheques *para seus associados*. As cooperativas podem, ainda, transformar-se em *bancos cooperativos*, caso em que se aplicam um regime fiscal e regras idênticas aos bancos comerciais, determinadas e supervisionadas pelo banco central.

Instituições financeiras externas (IFE) são as instituições que determinam o caráter de mercado ‘off-shore’ do sistema bancário uruguaio. As IFE são definidas⁸⁴ como entidades cuja atividade consiste na “realização de operações de intermediação financeira entre oferta e demanda de títulos mobiliários, dinheiro ou metais preciosos, radicados fora do território do Uruguai” [Holz, 1997, p. 103]. Esses ativos financeiros devem, entretanto, pertencer exclusivamente a não-residentes.

Os *bancos de investimento* apresentam características especiais em relação à sua definição clássica: recebem depósitos de não-residentes por prazos superiores a um ano, contratam créditos no exterior com prazos superiores a um ano, emitem valores mobiliários, investem e operam valores mobiliários de qualquer natureza (ações, títulos de dívida etc.), adquirem bens imobiliários e mobiliários não fungíveis para seu empréstimo/locação a médio e longo prazos a terceiros,⁸⁵ expedem garantias pessoais,

⁸³ Artigo do Decreto-Lei (DL) nº 15 322, modificado pela Lei nº 16 327.

⁸⁴ Artigo 4º do DL nº 15 322; artigo 21 do Decreto nº 614/62; Decreto nº 521/90, de 14 de novembro de 1990; Decreto nº 540/90, de 30 de novembro de 1990; Decreto nº 266/91, de 22 de maio de 1991.

⁸⁵ Cabe notar que há um limite para aquisição de bens imobiliários enquanto ativo fixo da própria instituição. Voltaremos à questão.

realizam ‘underwriting’, provêm assessoria de investimentos, administram carteiras, administram e reorganizam empresas, promovem fusões e aquisições, operam com metais preciosos e moedas estrangeiras.⁸⁶

As *casas financeiras*, por fim, são entidades autorizadas a realizar qualquer tipo de operação de intermediação financeira, salvo aquelas restritas a bancos comerciais e de investimento.⁸⁷ Há ainda legislações específicas para empresas de ‘leasing’, sujeitas ao regime de controles e supervisões de entidades financeiras, e *consórcios* – “entidades que organizam ou administram grupos, círculos fechados ou consórcios de fundos a serem aplicados na aquisição de determinados bens e serviços” (‘op. cit.’, 1997) enquanto atividade exclusiva – dentro das entidades sujeitas ao controle do BCU.⁸⁸

A legislação (art. 18 do DL nº 15 322) ainda enumera uma série de *atividades proibidas* às instituições financeiras em geral:

- realização de operações de giro alheias ao financeiro;
- concessão de empréstimos com garantias de seu próprio capital ou para sua integração ou ampliação;
- concessão de créditos ou oferta de garantias a empréstimos para diretores ou funcionários de cargos de confiança ou para entidades em que essas pessoas exerçam cargos de diretoria e ou de confiança;
- investimento em ações ou qualquer valor emitido por empresas privadas, fora títulos negociáveis (Lei nº 16 749), com exceção de aquisições transitórias em operações de ‘underwriting’ e de aquisição de ações (incluindo bancos de investimento, permitidas aos bancos pelo artigo 47 da Lei nº 16 237) ou participação acionária de empresas financeiras no exterior ou entidades financeiras externas (artigo 4º do DL nº 15 322) com a aprovação prévia do BCU;
- a manutenção de bens imóveis que excedam as necessidades para o funcionamento da instituição.⁸⁹

Investimento Estrangeiro

O regime vigente de investimento estrangeiro foi estabelecido pelos Decretos-Lei nº 14 179, de 28 de março de 1974, e nº 14 244, de 26 de julho de 1974. Esses decretos prevêm que o investidor estrangeiro pode optar pelo registro do investimento antes ou depois da realização do investimento em si, para efeitos de remessa de lu-

⁸⁶ Lei nº 16 131, de 12 de setembro de 1990, e Decreto nº 189/92, de 8 de maio de 1992.

⁸⁷ Artigo 1º da Recompilação de Normas de Regulação e Controle do Sistema Financeiro.

⁸⁸ Artigos 19 e 20 do Decreto nº 614/92 e Lei nº 16 702, de 9 de outubro de 1989, modificada pela Lei nº 16 205, de 6 de setembro de 1991.

⁸⁹ O objetivo dessa norma é, certamente, evitar que instituições financeiras se engajem em especulação imobiliária.

cross. Essas regras, entretanto, caíram em desuso na medida em que a legislação não estabelece discriminação de tratamento entre investidores nacionais e estrangeiros e pelo fato de que, como foi observado, desde 1974 o Uruguai adotou um sistema de livre entrada e saída de capitais. Entre as economias do MERCOSUL, a do Uruguai é, sem dúvida, a mais liberal.

Garantias de Depósitos

Não há. Entretanto o governo 'de facto' garante os depósitos dos dois bancos estatais (BROU e Banco Hipotecário), além de não haver caso recente de quebra de banco privado que tenha gerado perdas significativas – se alguma – aos seus depositantes: o BCU tem tido uma prática de intervir para evitar a quebra, assumir o passivo dos bancos, saneá-los para, posteriormente, repassá-los à iniciativa privada.

Capital Mínimo para Operações de Instituições Financeiras

Os limites de capital mínimos estabelecidos por lei são os seguintes:⁹⁰

- bancos: cerca de US\$ 6,2 milhões;
- bancos de investimento e casas financeiras: 70% do estipulado para os bancos comerciais;
- cooperativas e empresas administradoras de negócios: aproximadamente US\$ 300 mil;
- instituições financeiras externas: depósito junto ao BCU de US\$ 500 mil.

Trata-se, portanto, de limites extremamente baixos para os níveis internacionais, considerando-se a dimensão de depósitos/empréstimos de algumas importantes instituições financeiras uruguaias.

Relação Capital/Ativo (Acordo da Basileia)

O BCU utiliza o critério de adequação de capital oriundo do acordo da Basileia: o patrimônio líquido de qualquer instituição financeira deve ser no mínimo de 8% do total de ativos ponderados pelo risco. Até recentemente, somente duas instituições não cumpriam tais requisitos, o *Banco Pan de Azúcar* e o *Banco La Caja Obrera*, o que foi um dos motivos para que sofressem intervenção. Devido às dificuldades recentes do sistema bancário e buscando elevar a relação capital/ativo a níveis similares aos encontrados nos demais países do MERCOSUL, os requisitos de capital serão elevados até 2000 para 10%. Dado o grau de risco do sistema financeiro, esse percentual parece pouco conservador.

⁹⁰ Todos os valores deste item representam valores de março de 1997 convertidos pelo câmbio em dólares do período.

Limites à Concentração do Crédito

O limite à concentração de crédito para cada pessoa física, jurídica ou econômica é de 25% do patrimônio líquido para bancos; 40%, para *instituições financeiras externas*; e 50%, para bancos de investimento.⁹¹ É importante ressaltar que, para o cálculo do limite de concentração de crédito, incluem-se os créditos diretos e os contingentes líquidos de provisões, *cujo destinatário não seja o setor financeiro ou o setor público doméstico*.⁹²

Há ainda limitações para empréstimos ou garantias de empréstimos a diretores e pessoal em cargos de confiança, ou a empresas em que estes exercem cargos de diretoria ou de confiança – conforme foi mostrado.

Controle do Risco de Crédito

O BCU impõe limites de capital e liquidez e para tal determina que as instituições financeiras classifiquem os riscos de empréstimos como na tabela 16.

TABELA 16
SFU: Categorias de Risco de Crédito de Acordo com
o Classificado por Legislação do BCU

Categoria	Caraterização dos Tomadores	Provisão Requerida ¹
1 – Risco normal	Considerados totalmente capazes de arcar com o serviço do empréstimo com sua renda (famílias) ou seus fluxos de caixa operacionais (empresas). Empréstimos com atrasos de até 30 dias são incluídos nesta categoria.	0,5% (1% até setembro de 2000)
2 – Risco potencial	Com atrasos de pagamento entre 30 e 90 dias, ou que ocasionalmente não cumpriram com suas obrigações, ou que experimentam problemas temporários que afetem sua capacidade de repagamento de acordo com os termos iniciais de contrato.	5% (7,5% até setembro de 2000)
3 – Risco real	Com atrasos acima de 90 dias, ou que estejam atrasados na apresentação de seus relatórios financeiros entre 60 e 180 dias, ou acumularam perdas nos anos anteriores sem que estas tenham afetado sua solvência.	20% (25% até Setembro de 2000)
4 - Alto risco	Com atraso superior a 180 dias (classificado portanto como “crédito em atraso”), ou atrasos superiores a 180 dias em apresentar seus relatórios financeiros, com sintomas de riscos de insolvência, ou problemas legais que os impeçam de realizar suas atividades profissionais/empresariais normais.	50%
5 – Irrecuperáveis	Com atraso superior a 270 dias (classificados portanto como “devedores delinquentes”), ausentes, em processo falimentar, em negociação com credores, ou ‘sub judice’ e com capacidade de repagamento claramente comprometida. Nesse caso, a instituição financeira tem poucas chances de recuperação do crédito.	100%

Fonte: BCU.

Nota: ¹As provisões entre parêntesis representam a diretiva recente do BCU estabelecendo uma elevação gradual de metas de prudência até setembro de 2000.

⁹¹ Conforme registrado no último dia do penúltimo mês, atualizada pela variação cambial.

⁹² Há outras exceções menos relevantes, como, por exemplo: para efeito de cálculo de limites de crédito, consideram-se somente 10% dos saldos devedores de recebíveis de curto prazo, direitos contingentes de opções de recompra, garantias em favor de empresas de transporte internacional relacionadas com a importação de bens financiados externamente e cobrança com aval. Para uma análise mais detalhada dessas deduções, ver Holz (1998, p. 113-114).

Há duas exceções importantes para a norma de classificação de risco imposta pelo BCU: (i) excluem-se da classificação de risco os empréstimos com a matriz e suas dependências do exterior; e (ii) não é obrigatória a classificação de risco para empréstimos ao setor público doméstico, financeiro ou não [Holz, 1998, p. 113].

Como foi mencionado, o BCU aderiu aos princípios do Acordo de Basiléia e estabeleceu um mínimo de 8% de relação entre capital total e ativos ponderados pelo risco. Recentemente, o Banco Central indicou uma elevação gradativa dessa relação para 10% até o ano 2000, de forma a reduzir a velocidade de expansão do crédito privado (que, como vimos, tem sido bastante superior ao crescimento do PIB) e para aproximá-la à relação adotada pelos demais países do MERCOSUL.

Além das medidas de aumento de provisão para créditos duvidosos, desde setembro de 1998 o BCU determinou um teto de empréstimos pessoais correspondente a um fluxo de pagamentos não superior a 35% da renda familiar. Qualquer valor acima desse teto implica uma provisão de 25% sobre esses empréstimos.

Política de Concentração do Setor Bancário e Estrutura do SFU

Não há aparentemente política explícita de evitar concentração bancária, nem de estimulá-la. As fusões e aquisições de instituições financeiras requerem autorização prévia do Poder Executivo,⁹³ assim como o pronunciamento prévio favorável do BCU. Como observamos ao longo deste capítulo do relatório, a resposta do governo uruguaio à crise tem sido intervir e passar a administrar bancos em processo falimentar para, após seu saneamento, colocá-los à venda.

O grau de concentração do sistema financeiro uruguaio é bastante elevado, a começar pela participação do setor financeiro público – Banco da República e Hipotecário – mas também de instituições privadas. A partir da crise dos anos 1980, a participação do setor público cresceu significativamente devido à utilização do BROU na compra de instituições privadas (nacionais). Porém, como parte do programa de reforma do sistema financeiro, o governo reduziu a zero os subsídios aos bancos públicos, além de promover a venda de instituições sob o controle público devido a processos falimentares. A totalidade dessas vendas tem sido realizada a capitais estrangeiros.

5.6 Considerações Finais sobre o Sistema Financeiro Uruguaio

Comparado aos sistemas financeiros brasileiro e argentino, o SFU se diferencia em alguns aspectos fundamentais:

- grau de abertura, não só no que tange à liberdade de fluxos de capital, mas também de atuação de empresas financeiras em intermediação de recursos de residentes e não-residentes. Assim, o Uruguai distingue-se dos demais sistemas financeiros no MERCOSUL por ter uma estrutura típica de mercado ‘off-shore’:

⁹³ DL nº 1 532, artigo 1º da Lei nº 16 327.

- as regras de controle e supervisão prudencial da atividade bancária têm sido aprimoradas, especialmente a partir de 1995, quando o BCU recebeu novo mandato e criou-se a Superintendência de Instituições de Intermediação Financeira; entretanto, devido ao prazo decorrido desde então, pode-se dizer que os mecanismos criados continuam em *estado probatório*;

- apesar das medidas recentes para aumentar o seu controle, os riscos de crédito aumentaram significativamente após a quebra do Banco Pan de Azúcar em 1996;

- o mercado de capitais é pouco desenvolvido, especialmente em relação ao Brasil, concentrado no segmento secundário, mas encontra-se em expansão desde o início da década de 1990;

- a supervisão do mercado de capitais apresenta evidentes falhas até o momento, como foi demonstrado pela fraude contábil promovida pela Granja Moro S.A. em 1998, cuja falência provocou grande crescimento da desconfiança de investidores;

- o baixo grau de diversificação do setor, fortemente concentrado em bancos;

- o baixo grau de diversificação da atividade bancária, cujas estruturas ativa e passiva se concentram, respectivamente, em créditos e depósitos de curto prazo;

- as elevadas taxas de juros e ‘spreads’ em empréstimos em pesos uruguaios, enquanto os empréstimos em moedas estrangeiras possuem taxas e ‘spreads’ muito menores do que os encontrados em média nos países do MERCOSUL; essa diferença explica a preferência dos uruguaios por créditos em moeda estrangeira.

Apesar da política de câmbio flexível, do alto grau de internacionalização dos bancos uruguaios e da quantidade de reservas elevadas em relação à base monetária, o grau de vulnerabilidade financeira a crises cambiais é elevado. Isso explica-se porque, como observamos, os depósitos em moeda estrangeira de residentes têm crescido substancialmente – ou seja, a capacidade das reservas internacionais lastrearem as operações internas em moeda estrangeira vem decaindo. Devido à total convertibilidade desses depósitos em moeda estrangeira, variações da confiança no sistema bancário ou na estabilidade do câmbio podem afetar-se mutuamente, gerando processo de corrida bancária e “fuga para a segurança” em moeda estrangeira.

6 O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NO MERCOSUL: TENDÊNCIAS E PERSPECTIVAS

6.1 Aspectos Gerais da Integração de Mercados

A integração de mercados de nacionalidades distintas, qualquer que seja a área de atividade, manifesta-se, em termos práticos, por um fluxo de negócios contínuo (regular) e significativo – relativamente à dimensão dos mercados nacionais – entre os países envolvidos. Assim, o efeito econômico mais imediato e evidente da integração é a *ampliação* desses mercados, tanto pelo lado da oferta,

quanto da demanda, por meio da incorporação de novas áreas geográficas e de seus respectivos produtores e consumidores.

A tendência à integração de mercados permeia todo o processo de formação do capitalismo, tendo surgido inicialmente de forma espontânea, como fruto do próprio caráter competitivo desse modo de produção. Contudo, se por um lado a concorrência engendrou a integração econômica (por meio da busca de novos mercados), por outro colocou um freio a esse processo. Os problemas macroeconômicos – basicamente desemprego e desequilíbrios externos – decorrentes do avanço do intercâmbio comercial e financeiro envolvendo economias desenvolvidas e em desenvolvimento ensejou a adoção, praticamente generalizada a partir da I Guerra Mundial, de medidas protecionistas, tanto na área comercial quanto na financeira [Krugman e Obstfeld, 1996, p. 237].

Embora motivadas por um objetivo de âmbito estritamente nacional – a preservação do mercado e do vigor econômico domésticos –, as práticas protecionistas geraram externalidades negativas para o comércio e o crescimento econômico internacionais, que se traduziram, essencialmente, pela tendência à retração desses indicadores. Esse quadro originou novo ‘round’ do processo de integração dos mercados, dessa vez, porém, não de forma espontânea, mas *induzida por políticas econômicas* especificamente voltadas para esse fim – mais especificamente, para a ampliação *disciplinada* dos mercados nacionais e internacional.

O principal símbolo (e a primeira experiência) desse novo *modus operandi* da economia mundial foi o GATT (sigla em inglês para Acordo Geral de Tarifas e Comércio), instituído em 1948 como órgão coordenador da redução de tarifas alfandegárias nos países signatários do acordo (a maioria dos países desenvolvidos e em desenvolvimento), substituído, a partir de 1994, pela OMC (Organização Mundial do Comércio), que cumpre, essencialmente, as mesmas funções da instituição antecessora. Paralelamente ao GATT, diversos acordos de integração *regional* foram instituídos a partir da II Guerra Mundial, entre eles, os da CEE (Comunidade Econômica Européia), em 1958; da ALALC (Associação Latino-Americana de Livre Comércio) e do Pacto Andino, em 1960; da ASEAN (sigla em inglês para Associação das Nações do Sudeste Asiático), em 1967 [Williamson, 1989 p. 282-288]; e, mais recentemente, do NAFTA (sigla em inglês para Acordo de Livre Comércio da América do Norte), envolvendo Estados Unidos, Canadá e México; e do próprio MERCOSUL.

Na medida em que a integração de mercados passa a ser induzida por acordos e políticas específicas, a avaliação de sua *eficiência econômica* assume fundamental importância. Como foi observado, o efeito mais imediato da integração é a ampliação dos mercados envolvidos e, historicamente, esta tem sido a principal motivação e objetivo das políticas e acordos. Além do efeito quantitativo (sobre a dimensão do mercado), a integração provoca também mudanças no perfil de concorrência e inserção externa do setor envolvido.

A ampliação do mercado estimula tanto a *concorrência* quanto a *complementaridade* entre os mercados nacionais, embora com intensidades variáveis, de acordo com o grau de semelhança entre as estruturas de oferta e demanda do setor. ‘Grosso modo’, quanto mais semelhantes (entre os países) forem essas estruturas, mais a integração estimulará a concorrência, em detrimento da complementaridade. Analogamente, estruturas nacionais relativamente distintas, quando integradas, tendem a reforçar as relações de complementaridade, sem efeitos importantes sobre o grau de concorrência característico do setor.

Nessas condições, a *eficiência microeconômica* do processo de integração varia de acordo com as características técnicas do setor e com o estado prévio de operação dos mercados envolvidos. Entre os principais efeitos da integração – dimensão, concorrência e complementaridade – apenas o último é, em princípio, benéfico a qualquer setor e tipo de mercado. O desenvolvimento de relações de complementaridade tende a aumentar a eficiência dos mercados envolvidos, por meio do acesso a novos produtos e tecnologias e, possivelmente, da redução de custos ao longo da cadeia produtiva. A ampliação do mercado tende também a estimular a maioria dos setores, mas é especialmente benéfica àqueles que desfrutam de economias de escala. Nesses casos, o acesso a novos mercados viabiliza a implementação de mudanças organizacionais e tecnológicas capazes de reduzir custos e aumentar a eficiência com que opera o setor.

Por fim, o acirramento da concorrência favorece apenas os setores ou mercados cujo (elevado) grau de concentração chega a comprometer sua eficiência microeconômica e potencial de crescimento, seja pela imposição de preços artificialmente altos, capazes de inibir a demanda pelo baixo aproveitamento da capacidade instalada, seja por qualquer outro artifício. Vale notar, porém, que a concentração do mercado não é, necessariamente, fator gerador de ineficiência. Para os setores que contam com economias de escala, por exemplo, estruturas concentradas em poucos grandes produtores tendem a ser mais eficientes que estruturas pulverizadas e altamente competitivas.⁹⁴ Nesses casos, portanto, a integração é mais eficiente quando o principal subproduto da expansão do mercado é a ampliação das relações de complementaridade com outros mercados, e não a intensificação da concorrência.

Em todos os casos, a complementaridade é o aspecto fundamental na avaliação da eficiência microeconômica da integração. A concorrência, por si só, não amplia o mercado, pois, no processo competitivo, um componente da oferta é total ou parcialmente substituído por outro. Assim, se o objetivo principal da política de integração é o alargamento da dimensão do mercado, esta será economicamente mais efici-

⁹⁴ Essa interpretação apóia-se na “teoria dos mercados contestáveis”, segundo a qual a estrutura de mercado que é eficiente para cada setor varia, no tempo e no espaço, de acordo com a dimensão do mercado, a natureza da tecnologia em vigor e o grau de concorrência potencial (existência ou não de barreiras à entrada). Para a formulação original dessa visão, ver Baumol, Panzar e Willig (1982). Para uma síntese da teoria, ver Araújo Jr. (1985).

ente nos casos em que resultar, principalmente, no desenvolvimento de relações de complementaridade e, portanto, nos casos em que envolver países com estruturas (setoriais) relativamente distintas.

Tendo em vista o seu papel na ampliação, especialização e criação de vínculos de complementaridade entre mercados, a integração econômica tende, em geral, a aumentar a eficiência microeconômica dos mercados envolvidos. Seria entretanto ingênuo imaginar que esse processo possa se desenrolar sem gerar conflitos, e até prejuízos, no médio prazo, para as economias em integração. Em segundo lugar, é necessário ter claro que o incremento da *eficiência microeconômica*, por si só, não garante maior *eficiência macroeconômica*. Esta se traduz pelo crescimento sustentado do produto e do bem-estar social ao longo do tempo – o que inclui a manutenção de taxas de desemprego próximas das friccionais – e pela ausência de desequilíbrios comerciais e financeiros (inclusive cambiais), internos e externos, que possam comprometer o potencial de crescimento das economias integradas. Essa questão será desenvolvida adiante para o caso específico da integração financeira.

6.2 Integração Financeira

Em diversas economias em desenvolvimento, a integração dos mercados financeiros seguiu, basicamente, a mesma dinâmica descrita para a integração comercial no pós-guerra. Esse processo passou por uma fase inicial de movimentos espontâneos, seguidos de medidas protecionistas – nessa área, traduzidas pela imposição de controles à conta de capital do balanço de pagamentos – e, posteriormente, de esforços burocrático-institucionais para possibilitar a liberalização acelerada. As políticas de integração financeira, porém, são bem mais recentes que as adotadas na área comercial. Datam de fins dos anos 1980 e, de modo geral, surgiram como capítulo da integração comercial – como é o caso no acordo do MERCOSUL.

Como foi observado, qualquer processo de integração econômica, mesmo quando expande a *eficiência microeconômica*, pode ter impactos deletérios de curto e médio prazos – o que poderia comprometer os objetivos de longo prazo no que tange ao aumento de escala e eficiência na atuação de mercado. No caso da integração financeira, a questão é especialmente delicada, tendo em vista o papel central que os sistemas financeiros desempenham no funcionamento e no crescimento das economias de mercado – conforme foi discutido na introdução deste relatório.

A velocidade e a volatilidade dos fluxos de capital financeiro sempre foram bastante mais significativas do que as que se observam nos fluxos de comércio e capital produtivo, mas têm aumentado de forma impressionante a partir dos anos 1980 e 1990, devido aos desenvolvimentos na área computacional, no processamento e envio de informação por sistemas interligados internacionalmente [Feeney, 1994]. Isso implica dizer que a abertura financeira pode gerar rápidos fluxos entre economias com tamanhos distintos de mercados financeiros – e portanto com capacidades distintas de absorção desses fluxos. Estes podem, por um lado, gerar efeitos macroeco-

nômicos adversos – desde crescimento significativo da instabilidade de preços de ativos (o que aumenta a possibilidade de crises financeiras) até mudanças muito aceleradas nos preços relativos internacionais, por meio de processos inflacionários e/ou abruptas oscilações cambiais. Além disso, a integração financeira acelerada e pouco planejada pode gerar a exposição muita abrupta de instituições e mercados financeiros menos desenvolvidos (ou menos líquidos) a sistemas mais robustos, inviabilizando o desenvolvimento de mecanismos de intermediação financeira necessários ao seu crescimento econômico.⁹⁵ Mais do que em qualquer setor, a *eficiência macroeconômica* do sistema financeiro é central para gerar condições de *eficiência macroeconômica* dos demais setores da economia.⁹⁶

Por essas razões, processos de integração financeira, para serem exitosos, devem, quase necessariamente, ser negociados multilateralmente, com uma longa preparação das partes envolvidas, para promover um ‘phasing-out’ coordenado das atividades (não mais) competitivas em um ambiente de integração, aproveitar as vantagens comparativas (estáticas e dinâmicas) das economias envolvidas e estabelecer uma convergência suave de regulamentação e práticas de mercados.

Para analisarmos os seus efeitos e os seus caminhos possíveis, devemos considerar que a integração financeira envolve pelo menos duas dimensões distintas e complementares:

- a dimensão física, que se traduz por um fluxo regular de operações ‘cross border’, envolvendo o bloco de economias integradas e, naturalmente, por uma mudança na composição dos balanços das instituições financeiras de cada país, que passam a contar, de forma permanente, com uma participação importante de ativos e passivos externos, oriundos dos demais países do bloco; e
- a dimensão institucional, que envolve a harmonização da regulamentação do setor, de modo a facilitar o intercâmbio financeiro entre os países envolvidos.

O aspecto institucional é fundamental no processo de integração financeira, uma vez que a regulamentação pode interferir diretamente na rentabilidade efetiva e esperada dos ativos. Desse modo, políticas de integração financeira devem ter como eixo e condição básica a homogeneização da regulamentação em três pontos essenciais: (i) grau de abertura dos mercados nacionais, que deve ser ampliado; (ii) tributação, que deverá ser homogênea entre os países do bloco; e (iii) regulamentação prudencial do setor, que deve ser reforçada.

⁹⁵ Um caso patente aqui é o efeito recente de esvaziamento de alguns mercados primários de capital latino-americanos quando expostos, devido à liberalização financeira externa, à competição com o mercado de capitais dos EUA. Esse processo agravou, ao invés de resolver, o problema de alocação de poupança privada doméstico e, portanto, o financiamento de longo prazo.

⁹⁶ Um estudo recente do Banco Mundial [Beck, Levine e Loyaza, 1999] confirma forte relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.

O primeiro é o que dá partida ao processo, abrindo espaço para a realização de negócios internacionais no bloco de países privilegiados pela política; o segundo visa evitar distorções de natureza fiscal na alocação de recursos – ou seja, a eventual concentração de negócios em algum mercado mais favorecido pela baixa (ou nula) cobrança de impostos; o último é necessário para criar um ambiente de maior segurança nos mercados envolvidos, mais propício aos investimentos.

Como foi observado, do ponto de vista da *eficiência microeconômica*, as políticas de integração financeira serão, em princípio, benéficas. O setor financeiro, especialmente em seu segmento bancário, inclui-se no grupo de atividades que, por razões de ordem administrativa (organizacional) e, mais recentemente, tecnológicas (informatização dos serviços), desfrutam de economias de escala. Mesmo nas maiores economias do bloco, Argentina e Brasil, problemas de escala tornam baixa a competitividade de instituições e de mercados financeiros.⁹⁷ Assim, é razoável esperar que as instituições financeiras (em especial as bancárias) sejam favorecidas pela expansão de mercado proporcionada pela integração.

Quanto aos efeitos desse processo sobre as condições de concorrência e as relações de complementaridade do setor, não há uma resposta única: dependerão das estruturas financeiras do conjunto de economias em questão. Em tese, como foi observado, a experiência de integração será mais eficiente se o conjunto for relativamente heterogêneo quanto a esse aspecto – isto é, se envolver economias com sistemas bancários e mercados de capitais com graus de desenvolvimento desiguais. Nesse caso, a concorrência pelo mercado comum será menos intensa e o aproveitamento das economias de escala, pelas instituições com melhores condições de ampliação da capacidade instalada, será maior.

6.3 Integração Financeira no MERCOSUL: Tendências e Perspectivas

As estruturas financeiras do MERCOSUL são semelhantes apenas em um aspecto: o da predominância de instituições bancárias sobre as não bancárias – e, por conseguinte, quanto ao baixo grau de desenvolvimento do mercado de capitais. Contudo, há ainda diferenças importantes entre os quatro países sobre elementos estruturais importantes:

- embora os quatro SF sejam *sistemas com base em crédito*, o tamanho, o grau de sofisticação e o papel dos mercados de capitais são notoriamente maiores no Brasil, em comparação aos demais sistemas do bloco;

⁹⁷ É nesse sentido que podemos entender dois fenômenos na economia brasileira: (i) o acelerado processo de concentração bancária entre grandes bancos nacionais, o que não tem podido evitar o crescimento acelerado dos bancos estrangeiros, com entrada recente; e (ii) o rápido crescimento das emissões de títulos e ações (ADR e GDR) de empresas brasileiras no mercado estadunidense *vis-à-vis* o crescimento de emissão primária de ações e debêntures no mercado brasileiro. Evidentemente, os problemas de escala não esgotam as explicações sobre esses fenômenos, mas parecem ser fatores fundamentais.

- o grau de internacionalização do sistema bancário, bastante elevado na Argentina, Uruguai e Paraguai e menor (embora crescente) no Brasil;
- a regulamentação prudencial que, em matéria de controles e exigências, é mais forte na Argentina e no Brasil que nos outros dois países, sendo especialmente precária no Paraguai;
- o grau de segurança (solidez) do sistema bancário – não só em função da regulamentação prudencial, mas também dos instrumentos de “socorro” ao sistema bancário disponíveis – maior na Argentina e no Brasil e mais baixo no Uruguai e no Paraguai;
- grau de desenvolvimento do mercado de capitais: somente o Brasil parece ter alguma perspectiva de expansão desse setor; nos demais países do bloco, o financiamento direto praticamente inexiste no mercado doméstico, restando apenas a alternativa da emissão de títulos no exterior.

O quadro 3 apresenta uma comparação resumida das principais características das estruturas financeiras do MERCOSUL bem como de suas regulamentações.

QUADRO 3
Resumo Comparativo dos Quatro Sistemas Financeiros do MERCOSUL

	Argentina	Brasil	Paraguai	Uruguai
<i>Aspectos Gerais do Sistema Bancário</i>				
Sistema Dominante	Bancos Universais	Bancos Universais	Bancos Universais	Segmentado
Grau de internacionalização	Extremamente internacionalizado, com os maiores bancos ocupando a liderança do setor.	Grau de internacionalização ainda baixo, porém crescente.	Alto, com características de 'off-shore' com baixo desenvolvimento.	Alto, com um sistema de 'off-shore' bem constituído.
Diversificação de operações	Pouca diversificação de operações ativas; empréstimos são a operação dominante.	Grande diversificação de operações ativas.	Pouca diversificação de operações ativas e passivas (predominância de empréstimos e depósitos).	Pouca diversificação de operações ativas e passivas, como no Paraguai.
Grau de segurança/instabilidade do SF	Estável, porém extremamente vulnerável a modificações cambiais abruptas dado o alto grau de dolarização.	Bastante estável.	Instável, em face do alto grau de dolarização e da relativa instabilidade macroeconômica (inflação) e política.	Ainda se recuperando de crise bancária recente; bastante instável.
Disponibilidade de informações	Boa, por meio do BCRA.	Razoável, por meio do BACEN.	Precária.	Precária.
<i>Mercado de Capitais</i>				
Secundário	Pouco desenvolvido.	Mercado secundário bastante desenvolvido, com caráter ainda predominante especulativo.	Na prática inexistente.	Mercados secundários com desenvolvimento embrionário iniciado recentemente com estímulo de políticas.
Primário	Praticamente inexistente.	Pouco desenvolvido.	Praticamente inexistente.	Praticamente inexistente.

(continua)

(continuação)

	Argentina	Brasil	Paraguai	Uruguai
<i>Condições Gerais de Operação do Sistema Financeiro</i>				
Área de atuação das instituições financeiras	Sem restrições na área financeira. Há limites à participação de IF em empresas não-financeiras e veto ao controle acionário dessas empresas pelas IF em operação na Argentina.	Há restrições na área financeira: operações ativas, passivas e acessórias devem ser executadas por meio de carteiras específicas (comercial, de investimento etc.), com regulamentações também específicas.	A legislação paraguaia é ambígua nessa matéria: classifica os bancos como <i>universais</i> , mas proíbe a atuação direta de bancos e financeiras no mercado de capitais. Na prática, prevalece a liberalidade na atuação dos bancos.	Há restrições típicas de sistemas segmentados.
Atuação das IF estrangeiras	Sem restrições legais, sendo apenas sujeita à autorização do BCRA. As IF de capital estrangeiro recebem exatamente o mesmo tratamento regulatório que as de capital nacional.	Há restrições legais, porém, na prática, o governo tem sido bastante flexível quanto à entrada de novas instituições estrangeiras.	Sem restrições legais: os investimentos estrangeiros no Paraguai, sejam diretos ou por meio de instituições financeiras locais, recebem o mesmo tratamento tributário e regulatório que o capital nacional.	Sem restrições legais, com sistema de 'off-shore' bem constituído.
<i>Critérios/Instrumentos de Controle de Risco do Sistema Financeiro</i>				
	Argentina	Brasil	Paraguai	Uruguai
<i>Aspectos Gerais do Sistema Bancário</i>				
Sistema Dominante	Bancos Universais	Bancos Universais	Bancos Universais	Segmentado
Exigência de integralização do capital para constituição de IF	Relativamente elevada.	Relativamente elevada. Os requisitos mínimos de capital realizado e patrimônio líquido são estabelecidos por tipo de instituição, ou carteira dentro de bancos múltiplos.	Relativamente baixa.	Absolutamente baixa.
Requisitos mínimos de capital/ Acordo de Basileia	Adere ao Acordo de Basileia, com exigências superiores ao determinado pelo acordo. Ver percentuais no capítulo 2, seção 2.5.	Adere ao Acordo de Basileia com exigências superiores às determinadas pelo acordo. Ver percentuais no capítulo 3, seção 3.4.	Adere estritamente ao Acordo de Basileia, estabelecendo uma relação capital/ativo mínima de 8%.	Adere estritamente ao Acordo de Basileia, como o Paraguai.
Regime de compulsórios/requisitos mínimos de liquidez	Os requisitos mínimos de liquidez incidem sobre todos os passivos das IF de prazos inferiores a um ano, variando do máximo de 20% ao mínimo de 10%. Ver percentuais no capítulo 2, seção 2.5.	Recolhimentos compulsórios incidem apenas sobre depósitos a vista e a prazo, com percentuais elevados. Ver capítulo 3, seção 3.4.	nd	nd
Controle do risco das operações de crédito	É feito por meio de três instrumentos: (i) requisitos de capital mínimo; (ii) limites à exposição da IF a tipos específicos de devedores e operações (exigência de diversificação); e (iii) exigências de provisões (reservas) para cobrir o risco de crédito.	É feito por meio de três instrumentos: (i) requisitos de capital mínimo; (ii) exigência de diversificação de ativos; e (iii) exigência de provisões para riscos de crédito. A tabela 12 no texto apresenta os critérios de provisionamento.	É feito por meio de dois instrumentos: (i) limites à concentração do crédito (exigência de diversificação); (ii) exigência de provisões para riscos de crédito. Ver capítulo 4, seção 4.4.	Os instrumentos existentes são os limites de capital e liquidez, determinando, para tal que as IF classifiquem os riscos de empréstimos.
Fundos de garantia de depósitos	O Fundo de Garantia de Depósitos, criado em 1995, garante todos os tipos de depósitos (à vista e a prazo, em pesos e em dólares) até o limite de \$ 30 mil.	O Fundo Garantidor de Crédito, criado em 1995, dá cobertura, de até R\$ 20 mil por titular, a depósitos e aplicações.	Há um seguro para todos os tipos de depósitos (à vista, a prazo em guaranis ou moeda estrangeira), criado em 1996, até o limite de dez vezes o salário mínimo vigente no país – US\$ 214 em junho de 1998.	Não há. Entretanto o governo <i>de facto</i> garante os depósitos dos dois bancos estatais (BROU e Banco Hipotecário), além de não haver caso recente de quebra de banco privado que tenha gerado perdas significativas – se alguma – ao seus depositantes.
Política de supervisão do sistema bancário	Há um sistema bastante sofisticado (BASIC), baseado em: (i) compulsoriedade de emissão de títulos próprios pelas IF no mercado de capitais; (ii) auditoria (interna e externa); (iii) supervisão e informação sobre as operações e situação patrimonial das IF; e (iv) 'rating' periódico das IF por nível de risco, por auditorias internas e externas.	Há mecanismos de supervisão direta (Inspeção Global Consolidada, semestral), por meio dos quais se analisam dados da IF e de todas as empresas que compõem o grupo econômico na qual está inserida; e supervisão indireta, com base em informações contábeis mensais.	Em desenvolvimento.	nd

Fonte: Elaboração dos autores.

Diante dessas condições, o avanço do processo de integração financeira no MERCOSUL provavelmente resultará no fortalecimento e na expansão dos mercados argentino e brasileiro, sendo especialmente beneficiados:

- os grandes bancos dos dois países – muitos deles, vale lembrar, de capital estrangeiro – que, pela concorrência, deverão "expulsar" do mercado comum do bloco os bancos de menor porte, sediados no Uruguai e no Paraguai;
- o mercado de capitais no Brasil, basicamente pelo aumento do intercâmbio com as instituições bancárias argentinas, as quais, na medida em que se estabilizem as condições macroeconômicas no Brasil e se recuperem as perspectivas de retorno dos ativos de renda variável, poderão ser, gradativamente, incorporadas à demanda local por esses ativos; e
- as grandes instituições bancárias estrangeiras ainda não sediadas nos países do bloco, que deverão ser atraídas pela tendência à expansão do mercado, característica de políticas bem-sucedidas de integração.

O fato de instituições e mercados das duas maiores economias tenderem a prevalecer sobre as do Uruguai e Paraguai pode gerar problemas do ponto de vista da soberania desses países –, e esta é uma questão política por demais complexa para ser tratada aqui. Porém, é importante ressaltar-se que:

- esse resultado será inevitável se for mantido o processo de abertura financeira das economias uruguaia e paraguaia;
- haverá ganhos microeconômicos significativos nesse processo, à medida que tais economias, a partir da integração, passem a motivar a instalação de (novas) filiais de bancos estrangeiros (não só do MERCOSUL, mas também de outras áreas), de maior porte e mais sólidos que os nacionais existentes; e
- haverá ganhos de eficiência macroeconômica na medida em que novas fontes de financiamento da produção e investimento poderão emergir do processo de alargamento de mercados e instituições do bloco.

Contudo, convém ressaltar que, para que essas vantagens econômicas da integração financeira do MERCOSUL sejam de fato bem aproveitadas por todos os países envolvidos, será necessário avançar esse processo na questão da convergência da regulamentação, especialmente no que tange à regulamentação bancária prudencial. Como mostra o quadro 3, esta é ainda bastante precária no Uruguai e no Paraguai. Tendo em vista que a existência de mecanismos de controle e supervisão do risco das instituições bancárias é fundamental para a estabilidade financeira de qualquer economia – e mais ainda quando se trata de economias financeiramente abertas –, esse é um desafio para a integração financeira do bloco nos próximos anos.

7 CONCLUSÕES

Para as economias do MERCOSUL, os anos 1990 foram, em muitos aspectos, claramente mais favoráveis do que os anos 1980. Depois de uma década marcada por alta inflação, restrição externa e comportamento errático do PIB, com taxas de crescimento medíocres na média do período, observa-se o retorno a taxas de crescimento sistematicamente positivas, acompanhadas de taxas de inflação sensivelmente inferiores. A liberalização financeira teve papel primordial na obtenção desses resultados, na medida em que permitiu que a abundante liquidez dos mercados internacionais fosse plenamente aproveitada para reverter a situação de estrangulamento externo, gerando inclusive as condições para a estabilização de preços com base em taxas de câmbio menos voláteis (semifixas, de fato) e abertura comercial.

Claramente, esse cenário tem-se modificado a partir da crise cambial-financeira do Sudeste asiático (meados de 1997), que afetou as economias emergentes de forma geral. Após atingirmos um grau de endividamento externo bastante significativo, fazendo que o pagamento de juros e outras remunerações do capital estrangeiro passem a comprometer nossas necessidades de financiamento externo, há indícios de que haverá substancial redução dos fluxos voluntários de capital para as economias do bloco no futuro próximo. Passamos portanto de uma situação de excesso de oferta de financiamento externo para uma situação em que o crescimento econômico da região dependerá, fundamentalmente, da mobilização eficiente de recursos *internos*.⁹⁸

Assim, não só partimos de uma situação de grave deterioração do quadro de desemprego e competitividade nacional, como também nossa capacidade de manter o desempenho macroeconômico dos anos 1990 está seriamente comprometida. O crescimento econômico da região, cada vez mais premente e inadiável, dependerá principalmente da capacidade dessas economias de recuperarem níveis de acumulação e demanda interna compatíveis com a redução das taxas de desemprego.

Nesse contexto, as condições de operação dos SF domésticos na área do MERCOSUL, bem como o processo de integração financeira em curso, desempenharão papel fundamental nessa possível retomada do crescimento. Apesar dos avanços recentes registrados em termos de reestruturação desses SF – em bases mais sólidas, formadas por instituições de maior porte – e do desenvolvimento de mecanismos (regulatórios) de controle prudencial das instituições bancárias, os desafios que ainda se colocam não são triviais. Podemos listar alguns como exemplo:

- o processo de liberalização e internacionalização gerou problemas competitivos para instituições e mercados financeiros domésticos, pois estes não possuem escala suficiente para fazer face a seus pares internacionais;

⁹⁸ Por exemplo, dados do Institute of International Finance indicam que os fluxos privados para toda a América Latina, depois de alcançar um auge de US\$ 105,9 bi em 1997, vêm caindo rapidamente até os previstos US\$ 66,3 bilhões em 1999. Para maiores detalhes, ver IIF (1999).

- a abertura financeira e o aumento dos passivos em moeda estrangeira desses sistemas bancários aumentaram significativamente sua vulnerabilidade a mudanças cambiais abruptas, como demonstram claramente as pressões recentes que vêm sofrendo as economias brasileira e argentina;
- em vista desses fatores, todos os sistemas bancários da região passaram por crises recentemente, sendo que o paraguaio ainda se encontra em fase de recuperação; e
- os mercados secundários de capital cresceram significativamente, especialmente no caso brasileiro, porém, esse crescimento não redundou em expansão expressiva dos mercados primários – fonte privilegiada de financiamento de médio e longo prazos em diversas economias.

Em suma, o processo de liberalização comercial e financeira das economias do MERCOSUL nos anos 1980 e 1990 ilustra um caso evidente de aumento da *eficiência microeconômica* em detrimento da *eficiência macroeconômica*. Dada a sua unilateralidade e rapidez, o processo foi acompanhado, nos quatro países, por rápido surgimento de desequilíbrios externos, por taxas de crescimento econômico medíocres – com alta significativa das taxas de desemprego a partir de meados dos anos 1990 – e vulnerabilidade financeira crescente, culminando em graves crises bancárias em alguns casos – como as de Argentina e Paraguai em 1995.

É importante ressaltar, contudo, que esses resultados não podem ser atribuídos à política de integração financeira no âmbito do MERCOSUL, mas sim à abertura financeira de modo geral. O fato é que, no processo de abertura dos SF da região, houve crescimento da integração *extrabloco* – isto é, destes com SF de economias mais desenvolvidas – muito mais significativo do que o de integração financeira *intra-bloco*. Nessas condições, é bastante provável que o avanço da integração *intra-bloco* venha a beneficiar os SF da região, não só pelas razões já apontadas, mas também, indiretamente, pelo reforço que esse processo deve significar para as instituições financeiras locais, em especial as localizadas na Argentina e no Brasil.

Por fim, convém observar que, apesar de suas vantagens potenciais, o avanço da integração financeira *intra-MERCOSUL*, por si só, não será capaz de equacionar um problema fundamental (e peculiar) dos SF da região: o risco associado ao elevado grau de abertura e, à exceção do Brasil, de dolarização do sistema bancário. O fato de essas economias deterem um volume significativo (e crescente, nos últimos anos) de passivos denominados em uma moeda que seus bancos centrais não emitem (o dólar), associado à regulamentação da conta de capital crescentemente liberalizante e à notória fragilidade de suas respectivas moedas no mercado financeiro internacional, acarreta a manutenção de constante risco de crises cambiais e financeiras.

Na medida em que o atual grau de abertura financeira da região é mantido, a minimização desse risco só será possível com o avanço da integração *extrabloco* – mais especificamente, com as economias desenvolvidas de moedas fortes. Contudo, pelas razões

apontadas, para promover de fato a redução do grau de risco a que se expõem as economias do MERCOSUL, é necessário que esse processo, daqui por diante, se dê de forma *disciplinada e negociada*, de modo a evitar que movimentos de capital intensos e de decisão unilateral (basicamente, a cargo do país exportador de capital) venham a instabilizar ainda mais essas economias, repetindo a experiência de meados dos anos 1990.

ANEXO ESTATÍSTICO

TABELA A.1
Indicadores Externos da Economia Argentina – 1988/1997

Ano	Conta Corrente			Conta de Capital			Reservas
	US\$ Milhões	(%) do PIB	Total	Direto	Portfólio	Outros	Internacionais
1988	3 363	3,0	431	1 147	-718	2	3 363
1989	-1 305	-1,70	-8 008	1 028	-1 098	-7 938	1 463
1990	4 552	3,22	-5 850	1 836	-1 346	-6 340	4 295
1991	-647	-0,36	182	2 439	-34	-2 223	5 812
1992	-5 462	-2,41	7 576	4 019	910	2 647	9 615
1993	-7 672	-2,98	9 827	3 262	28 304	-21 739	13 339
1994	-10 118	-3,59	9 280	2 982	4 537	1 761	13 764
1995	-2 768	-0,99	574	4 628	5 173	-9 227	13 749
1996	-3 787	-1,27	7 033	4 885	10 868	-8 720	17 705
1997	-10 119	-3,13	13 257	6 298	10 448	-3 489	22 153

Fonte: 1991/1997: IFS, dez. 1998. 1988-90: IFS, dez. 1994.

TABELA A.2
Composição dos Depósitos no Sistema Bancário Argentino – 1988/1998

Ano	Depósitos Totais	Depósitos em Pesos					Depósitos em Dólares (Argendólares)				
		Total	Conta Corrente	Dep. de Poup.	Dep. a Prazo	Outros	Total	Conta Corrente	Dep. de Poup.	Dep. a Prazo	Outros
1988	12 605	11 374	1 508	1 261	8 605	na	1 231	12	0	1 219	na
1989	10 605	9 383	1 241	798	7 344	na	1 222	22	0	1 200	na
1990	10 244	7 401	2 063	2 632	2 706	na	2 843	597	0	2 246	na
1991	14 576	8 015	3 160	1 789	3 066	na	6 561	782	1 137	4 642	na
1992	24 603	13 665	4 909	2 758	5 998	na	10 938	839	1 868	8 231	na
1993	38 212	20 181	7 403	4 323	8 455	na	18 031	616	4 151	13 264	na
1994	45 029	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
1995	43 259	19 766	nd	nd	nd	nd	23 493	nd	nd	nd	nd
1996	53 254	24 952	8 142	5 917	8 629	2 264	28 302	506	4 417	22 265	1 114
1997	68 430	31 721	9 813	7 492	12 303	2 113	36 709	642	5 300	29 496	1 271
1998 ¹	76 840	34 528	10 683	8 102	13 649	2 094	42 312	598	5 696	35 104	914
(%) Sobre Total de Depósitos											
1988	100,0	90,2	12,0	10,0	68,3	na	9,8	0,1	0	9,7	na
1989	100,0	88,5	11,7	7,5	69,3	na	11,5	0,2	0	11,3	na
1990	100,0	72,2	20,1	25,7	26,4	na	27,8	5,8	0	21,9	na
1991	100,0	55,0	21,7	12,3	21,0	na	45,0	5,4	7,8	31,8	na
1992	100,0	55,5	20,0	11,2	24,4	na	44,5	3,4	7,6	33,5	na
1993	100,0	52,8	19,4	11,3	22,1	na	47,2	1,6	10,9	34,7	na
1994	Nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
1995	100,0	45,7	nd	nd	nd	nd	54,3	nd	nd	nd	nd
1996	100,0	46,9	15,3	11,1	16,2	4,3	53,1	1,0	8,3	41,8	2,1
1997	100,0	46,4	14,3	10,9	18,0	3,1	53,6	0,9	7,7	43,1	1,9
1998 ¹	100,0	44,9	13,9	10,5	17,8	2,7	55,1	0,8	7,4	45,7	1,2

Fonte: 1988/93: Fannelli e Machinea (1997): 160 e 162; 1995 em diante: BCRA, Boletín Monetario y Financiero, Enero-Marzo/1997 e Julio-Setiembre/1998, via Internet.

Nota: ¹Dados de setembro de 1998.

Obs.: nd = não disponível; na = não se aplica.

TABELA A.3
Crédito Doméstico do Sistema Financeiro Argentino – 1991/1998¹

(Em US\$ Milhões)

Ano	Total	Setor Privado	Setor Público			
			Total	Governo Central	Governos Locais	Outras Entid. Ofic.
1991	41 243	22 770	18 473	17 673	nd	800
1992	50 945	35 005	15 940	14 831	nd	1 109
1993	61 476	43 244	18 232	16 723	nd	1 509
1994	68 242	52 029	16 213	10 711	5 009	493
1995	71 699	51 296	20 403	14 691	5 249	463
1996	76 480	54 618	21 862	16 024	5 273	565
1997	88 245	63 509	24 736	18 173	5 951	612
Ago/1998	93 349	68 913	24 436	18 190	5 581	665
Distribuição (%)						
1991	98,1	55,2	44,8	42,9	nd	1,9
1992	97,8	68,7	31,3	29,1	nd	2,2
1993	97,5	70,3	29,7	27,2	nd	2,5
1994	91,9	76,2	23,8	15,7	7,3	0,7
1995	92,0	71,5	28,5	20,5	7,3	0,6
1996	92,4	71,4	28,6	21,0	6,9	0,7
1997	92,6	72,0	28,0	20,6	6,7	0,7
Ago/1998	93,3	73,8	26,2	19,5	6,0	0,7

Fonte: Elaboração do autor a partir de dados do IMF, 1998, p. 213, linha 52.

Nota: ¹Saldo em dezembro de cada ano.

TABELA A.4
Taxas de Juros Médias Anuais e Inflação na Argentina – 1991/1998

Ano	Taxa Básica: Merc. Inter- Bancário	Taxas Ativas		Taxa Passiva: Depósitos a 1-3 meses	Inflação		Taxas Reais em Pesos			
		Emprést. em Pesos	Emprést. em Dólares		IPC (%) anual	IPA (%) anual	Empréstimos		Depósitos	
							IPC	IPA	IPC	IPA
1991	71,33	46,59	nd	61,68	172,00	nd	-46,11	nd	-40,56	nd
1992	15,11	45,08	14,16	16,78	24,63	6,19	16,41	36,62	-6,30	9,97
1993	6,31	27,87	13,49	11,34	10,62	1,79	15,59	25,62	0,65	9,38
1994	7,66	10,06	8,17	8,08	4,27	0,44	5,56	9,58	3,66	7,61
1995	9,46	17,85	13,88	11,90	3,32	7,89	14,06	9,23	8,30	3,71
1996	6,23	10,51	9,12	7,36	0,25	3,66	10,24	6,61	7,09	3,57
1997	6,63	9,24	7,84	6,97	0,49	-1,18	8,70	10,54	6,44	8,24
Set/1998	8,20	16,94	13,25	10,34	1,23	-3,97	15,52	21,77	9,00	14,90

Fontes: Taxa básica, taxa passiva e inflação: IMF, 1998, p. 213, linhas 60b e 60l; taxas ativas: IMF, 1998; p. 213, linhas 60p e 60pa, para 1994-98.

Obs.: 1991-93: Médias geométricas anualizadas das taxas mensais divulgadas para junho e dezembro de cada ano em Fanelli e Machinea, 1997, p. 165.

TABELA A.5
Indicadores do Mercado de Capitais na Argentina – 1990/1998

(Em US\$ milhões)

Ano	Mercado de Ações				Merc. de Títulos de Renda Fixa				Fundos de Investimento	
	Número de Empresas	Capitalização do Mercado	Capitaliz. sobre PIB	Variação do Índice Merval	Obrig. Negociáveis		Títulos Públicos		Número de Instituições	Patrimônio Líquido¹
					Valor em Mercado	(%) do PIB	Valor em Mercado	(%) do PIB		
1990	nd	3 620	2,6	nd	nd	nd	nd	nd	nd	Nd
1991	nd	18 644	9,8	nd	nd	nd	nd	nd	34	288
1992	171	18 236	8,1	nd	496,0	0,2	7 025,0	3,1	40	184
1993	165	42 932	16,7	36,6	932,0	0,4	28 481,0	11,1	48	234
1994	157	36 529	12,8	-21,0	1 675,0	0,6	27 623,0	9,7	86	389
1995	144	37 062	13,0	12,8	2 867,0	1,0	32 421,0	11,4	109	631
1996	140	44 358	15,1	25,0	3 497,0	1,2	39 461,0	13,5	139	1 869
1997	129	58 983	18,4	5,9	3 778,0	1,2	42 684,0	13,3	199	5 347
Jun./1998	128	50 402	15,8	-19,9	5 835,0	1,8	41 591,0	13,0	233	5 706

Fonte: CNV, 1998, julho; Fannelli e Machinea, 1997, p. 167, para capitalização do mercado em 1990 e 1991. BCRA, 1998, p. 17, para fundos de investimento.

Nota: ¹Dado de 1998 refere-se ao 3º trimestre do ano.

TABELA A.6
Indicadores de Segurança – Fragilidade do SFA – 1994/1998

Indicadores	1994	1995	1996	Set./1997	1997	Set./1998
Rentabilidade do SFA em (%) do ativo	1,6	-2,6	4,1	7,5	6,3	3,8
Renda de juros	6,0	5,9	4,1	3,5	3,4	3,5
Renda de serviços	4,2	3,8	3,1	2,9	2,7	2,4
Renda de ativos	-0,1	0,6	1,0	1,0	0,8	0,4
Gastos administrativos	-7,7	-7,3	-5,9	-5,5	-5,3	-4,9
Custos de inadimplência	-1,9	-3,1	-2,0	-2,1	-1,9	-1,3
Tributos	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4
Outros	0,4	0,4	0,8	1,5	1,4	0,7
Cart. de crédito bcos. Priv. (\$ milhões)	36 029	36 979	43 687	nd	52 272	58 943
(%) Crédito em atraso/total	7,5	11,7	12,2	nd	10,7	10,0
- Pendente	5,4	8,4	6,8	nd	5,0	4,5
- Irrecuperável	2,1	3,4	5,5	nd	5,7	5,5
(%) Provisões/crédito total	4,1	6,8	8,4	nd	8,2	7,9
(%) Provisões/crédito em atraso	54,9	58,1	68,3	nd	76,8	79,6
(%) Provisões/crédito irrecuperável	195,4	203,2	152,5	nd	144,5	143,9
Requisitos Mínimos de Capital – SFA						
Ativo total (\$ milhões)	94 514	90 444	108 786	131 188	137 715	159 010
(%) Ativos de Risco (AR)/ativo total	73,8	73,2	67,8	62,7	62,0	58,7
(%) Cap. mín. exig. pelo BCRA/AR	11,3	12,0	12,0	12,0	12,0	11,8
- por risco de créd.	11,3	12,0	11,9	11,9	11,9	11,7
- por risco de mercado	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1
(%) Cap. mín. seg. ac. Basiléia/AR	7,1	7,2	6,9	7,1	7,1	7,1
(%) Cap. integralizado/AR	18,2	19,6	19,8	18,5	17,9	17,4
(%) Cap. integralizado/exig. BCRA	160,5	162,6	164,0	154,4	148,5	146,6
(%) Cap. integralizado/exig. Basiléia	257,7	273,2	284,5	260,1	251,6	246,1
Requisitos Mínimos de Capital – Bancos Privados						
Ativo total (\$ milhões)	56 882	53 132	71 164	nd	96 826	113 990
(%) Ativos de risco (AR)/ativo total	75,7	76,8	72,2	nd	62,5	58,5
(%) Cap. mín. exig. pelo BCRA/AR	11,3	4,6	11,9	nd	11,9	11,8

(continua)

(continuação)

Indicadores	1994	1995	1996	Set./1997	1997	Set./1998
- por risco de créd.	11,3	4,6	11,8	nd	11,7	11,7
- por risco de mercado	0,0	0,0	0,1	nd	0,2	0,2
(%) Cap. mín. seg. ac. Basileia/AR	7,1	7,0	6,8	nd	7,0	7,0
(%) Cap. integralizado/AR	15,3	17,7	15,9	nd	15,5	14,6
(%) Cap. integralizado/exig. BCRA	135,3	386,4	133,8	nd	130,2	123,6
(%) Cap. integralizado/exig. Basileia	214,7	252,4	235,0	nd	222,7	208,2
(%) Cap. integraliz. p/risco créd./cré. atraso	242,8	166,7	152,6	nd	167,2	161,9
Indicador de liquidez sistêmica do SFA ¹	15,5	10,8	15,9	29,0	28,9	29,7
Alavancagem do SFA (I) (%) ativo/capital	7,5	7,0	7,5	8,6	9,0	9,8
Alavancagem do SFA (II): (%) AR/capital	5,5	5,1	5,1	5,4	5,6	5,8

Fonte: BCRA, 1998a: 34, 37 e 43, para SFA; BCRA, 1998g: 33, para bancos privados.

Nota: ¹Valores aproximados, a partir de BCRA, 1998a, p. 43. Médias anuais, exceto para 1994, cujo dado é de dezembro.

TABELA A.7
Composição do Ativo e Passivo dos Bancos Privados
Nacionais e Estrangeiros – 1994/1998

Item	1994	1995	1996	1997	1998
Ativo total (milhões de pesos)	48 326	55 154	69 799	90 384	112 674
Composição (%):	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Disponibilidades	11,0	7,0	7,7	8,2	5,9
Títulos públicos	3,8	8,9	10,3	10,3	8,7
Empréstimos	70,6	60,9	58,9	53,1	47,0
Provisões sobre empréstimos	(3,1)	(3,4)	(3,4)	(2,6)	(2,1)
Outros créditos por intermediação financeira	8,4	17,1	17,4	22,6	33,7
Participação em outras sociedades	1,8	1,9	2,2	2,2	1,4
Outros ativos	7,5	7,6	6,9	6,2	5,4
Passivo total (milhões de pesos) = 100%	41 783	48 112	61 981	81 317	103 266
Composição (%):	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Depósitos (à vista e a prazo)	59,0	49,3	50,6	51,2	46,1
Obrigações interfinanceiras	3,2	2,8	4,3	3,0	2,1
Obrigações com o BCRA	0,6	1,8	0,8	0,3	0,3
Obrigações negociáveis	5,1	4,8	4,3	4,1	3,7
Linhas de empréstimos internacionais	6,7	8,3	7,2	6,7	6,0
Obrigações subordinadas	nd	nd	0,9	1,2	1,1
Outras obrig. por interm. financeira	10,1	18,6	19,3	22,4	31,4
Outros passivos	1,7	1,7	1,5	1,1	0,9
Patrimônio líquido	13,6	12,8	11,2	10,0	8,4
Indicador de alavancagem (ativo/patrim. Líq.)	7,4	7,8	8,9	10,0	12,0

Fonte: Elaboração do autor a partir de dados de BCRA, Boletín Monetario y Financiero, Jul. Set./1998, p. 33.

TABELA A.8
Composição e Estrutura do Ativo do Sistema Financeiro Argentino – 1996/1998

	Composição do SFA			Compos. do Ativo do SFA – US\$ Milhões		
	Dez./96	Dez./97	Set./98	Dez./96	Dez./97	Set./98
Total de entidades financeiras	147	139	129	108 342,0	131 935,7	160 145,7
Bancos	121	114	106	98,9%	99,0%	98,9%
Públicos	21	21	18	34,7%	30,5%	28,5%
- Nacionais	3	3	3	17,3%	15,1%	14,2%
- Estaduais	18	18	15	17,4%	15,3%	14,3%
Privados	100	93	88	64,2%	68,5%	70,4%
- Nacionais	61	53	51	24,3%	23,0%	19,2%
- Estrangeiros	39	40	37	39,9%	45,5%	51,2%
Instituições não bancárias	26	25	23	1,1%	1,0%	1,1%
Financeiras	18	17	15	1,0%	1,0%	1,0%
Caixas de crédito	8	8	8	0,1%	0,1%	0,1%
10 maiores bancos						
(%) ativo/ativo total do SFA	-	-	-	32,2%	38,4%	44,7%
(%) depósitos/depósitos totais do SFA	-	-	-	32,8%	37,5%	42,1%

Fonte: BCRA, 1998f.

Obs.: As diferenças entre os totais de ativo e passivo do SFA desta tabela e os que constam das demais tabelas deste trabalho, sendo todos os dados da mesma fonte (BCRA), devem-se a diferenças metodológicas entre os Departamentos do BCRA na apuração dos dados.

TABELA A.9
Fundos de Investimento, Fundos de Pensão e Mercado de Capitais na Argentina – 1997/1998

Discriminação	I. 97	II. 97	III. 97	IV. 97	I. 98	II. 98	III. 98
Fundos de Investimento							
Patrimônio líquido – US\$ milhões (A)	2 459	3 954	5 772	5 347	5 904	6 185	5 706
Patrimônio líquido (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Renda variável	9,4%	9,4%	9,0%	9,1%	8,5%	6,7%	5,3%
Renda fixa	39,1%	40,1%	42,9%	38,1%	33,0%	27,8%	22,6%
Dep. prazo fixo	39,1%	35,4%	28,9%	32,8%	38,1%	47,5%	55,4%
Outros	12,3%	15,0%	19,2%	20,0%	20,4%	18,0%	16,8%
Fundos de Pensão							
Patrimônio líquido – US\$ milhões (B)	6 074	7 244	8 282	8 741	9 956	9 963	9 959
Patrimônio líquido (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ações	20,6%	22,1%	23,4%	21,7%	23,3%	21,2%	17,6%
Títulos públicos	49,1%	46,1%	44,5%	41,3%	40,1%	42,9%	47,5%
Dep. prazo fixo	14,3%	16,6%	17,8%	24,7%	25,6%	23,3%	21,8%
Outros	16,0%	15,2%	14,3%	12,3%	11,0%	12,7%	13,1%
Mercado Acionário							
Capitaliz. do merc. – US\$ milhões (C)	nd	nd	nd	58 983	nd	50 402	nd
Merc. de títulos de renda fixa ¹							
Capitaliz. do merc. – US\$ milhões (D)	nd	nd	nd	46 462	nd	47 426	nd
Memo:							
Ativo Total do SFA - US\$ milhões (E)	116 252	126 167	130 357	133 139	148 296	163 208	160 708
A / E	2,1%	3,1%	4,4%	4,0%	4,0%	3,8%	3,6%
B / E	5,2%	5,7%	6,4%	6,6%	6,7%	6,1%	6,2%
C / E	nd	nd	nd	44,3%	nd	30,9%	nd
D / E	nd	nd	nd	34,9%	nd	29,1%	nd

Fonte: BCRA, 1998a, p. 17.

Nota: ¹Inclui títulos públicos e obrigações negociáveis (privadas).

TABELA A.10
Dados Físicos do SFA – 1994/1998¹

Bancos	Número de Contas Correntes				
	1994	1995	1996	1997	1998
Total (100%)	1 855 487	1 705 519	1 881 900	2 269 292	2 754 725
Bancos públicos	44%	45%	38%	33%	27%
Nacionais	nd	nd	9%	8%	6%
Provinciais	nd	nd	29%	26%	22%
Bancos privados	56%	55%	62%	67%	73%
Nacionais	nd	nd	25%	26%	25%
Estrangeiros	nd	nd	36%	41%	48%
Bancos	Número de Contas de Poupança				
	1994	1995	1996	1997	1998
Total (100%)	5 891 737	6 061 684	6 691 392	8 639 045	11 111 071
Bancos públicos	41%	41%	32%	29%	26%
Nacionais	nd	nd	11%	10%	9%
Provinciais	nd	nd	21%	19%	17%
Bancos privados	59%	58%	68%	71%	74%
Nacionais	nd	nd	29%	30%	30%
Estrangeiros	nd	nd	40%	41%	45%
Bancos	Número de Depósitos a Prazo Fixo				
	1994	1995	1996	1997	1998
Total (100%)	1 304 926	1 305 141	1 507 393	1 615 116	1 814 635
Bancos públicos	33%	36%	35%	35%	34%
Nacionais	nd	nd	19%	17%	16%
Provinciais	nd	nd	17%	18%	18%
Bancos privados	66%	63%	67%	65%	66%
Nacionais	nd	nd	33%	30%	29%
Estrangeiros	nd	nd	34%	35%	37%
Bancos	Número de Clientes de Empréstimos				
	1994	1995	1996	1997	1998
Total (100%)	4 996 057	4 496 757	5 204 947	7 554 576	9 016 670
Bancos públicos	31%	31%	25%	16%	17%
Nacionais	nd	nd	8%	7%	7%
Provinciais	nd	nd	17%	9%	10%
Bancos privados	63%	65%	75%	84%	83%
Nacionais	nd	nd	41%	38%	41%
Estrangeiros	nd	nd	34%	46%	42%
Bancos	Pessoal Ocupado				
	1994	1995	1996	1997	1998
Total (100%)	nd	nd	105 134	103 253	103 289
Bancos públicos	nd	nd	44%	41%	40%
Nacionais	nd	nd	16%	17%	16%
Provinciais	nd	nd	28%	25%	24%
Bancos privados	nd	nd	56%	59%	60%
Nacionais	nd	nd	30%	29%	29%
Estrangeiros	nd	nd	26%	29%	31%

Fonte: 1994 e 1995: BCRA, Boletín Monetario y Financiero, Enero-Marzo/97, p. 15, 1996 em diante: BCRA, 1998f.

Nota: ¹Dados de dezembro de cada ano.

TABELA A.11
Brasil – Indicadores Macroeconômicos – 1968/1997

Período	PIB Cresc. Real (%)	FBCF sobre PIB	Inflação Anual (IGP-DI)	Juros		Déf. Públ./PIB (%)	Dívida Ext. (US\$ 10) ¹	Res. Inter- nac. (US\$ 10) ¹
				Tít. Fed. (% a.a)				
				Nominal	Real			
1968	11,2	19,0	25,5	6,0 + cm	nd	nd	3,8	0,3
1969	10,0	22,0	19,3	6,0 + cm	nd	nd	4,4	0,7
1970	8,8	20,5	19,3	6,0 + cm	nd	nd	5,3	1,2
1971	11,3	21,1	19,5	6,0 + cm	nd	nd	6,6	1,7
1972	11,9	21,1	15,7	6,0 + cm	nd	nd	9,5	4,2
1973	14,0	23,2	15,6	6,0 + cm	nd	nd	12,6	6,4
1974	8,2	25,4	34,6	6,0 + cm	nd	nd	17,2	5,3
1975	5,6	26,8	29,4	22,8	-5,1	nd	21,3	4,0
1976	9,0	23,1	46,3	39,1	-4,9	nd	26,0	6,6
1977	4,7	22,0	38,8	38,6	-0,2	nd	32,0	7,3
1978	5,0	22,6	40,8	42,3	1,0	nd	42,5	11,9
1979	6,8	22,5	77,2	38,8	-21,7	8,3	49,9	9,7
1980	9,2	23,6	110,2	41,4	-32,7	6,7	53,8	6,9
1981	-4,3	21,6	95,2	88,3	-3,5	6,2	61,4	7,5
1982	0,8	20,0	99,7	117,8	9,0	7,7	70,2	4,0
1983	-2,9	17,2	211,0	196,0	-4,8	4,4	81,3	4,6
1984	5,4	16,3	223,9	254,3	9,4	2,7	91,1	12,0
1985	7,8	16,4	235,0	276,6	12,4	4,7	95,9	10,5
1986	7,5	18,8	65,0	66,4	0,8	3,9	101,7	6,8
1987	3,5	17,9	415,8	353,0	-12,2	5,9	107,5	7,4
1988	-0,1	17,0	1 037,6	1 057,7	1,8	5,1	102,5	9,5
1989	3,2	16,7	1 782,9	2 406,9	33,1	7,5	99,2	9,7
1990	-4,3	15,5	1 476,6	1 153,2	-20,5	-1,4	96,5	10,0
1991	0,3	14,6	480,2	536,9	9,8	0,2	92,9	9,4
1992	-0,8	14,0	1 157,9	1 549,2	31,1	2,8	110,8	23,7
1993	4,2	14,4	2 708,6	3 059,8	12,5	1,3	114,2	32,2
1994	5,8	15,3	1 093,8	1 153,6	24,2	-0,8	119,6	38,8
1995	4,2	16,6	14,8	53,1	33,4	5,0	129,3	51,8
1996	2,8	16,5	9,3	27,4	16,5	3,8	144,1	60,1
1997	3,7	18,1	7,5	25,0	16,3	4,4	nd	52,1

Fontes: Colunas (2) e (4): Conjuntura Econômica, diversos números;

Coluna (3): Studart (1995), p. 201(tab. A.2.2), para 1968/1979; IBGE, Contas Nacionais, para 1980 em diante;

Coluna (5): Ferreira (s/d), p. 297, para 1968/1974: taxa das ORTN de 1 ano de prazo;

ANDIMA (1997), p. 63-74, para 1975/1997; taxa real deflacionada pelo IGP-DI;

Colunas (6), (7) e (8): Boletins Mensais do BACEN, diversos números.

Nota: ¹valores referentes a dezembro de cada ano.

OBS.: FBCF = formação bruta de capital fixo; FBCF e PIB a preços constantes;

cm = correção monetária;

Déficit público: somente governo federal. Para 1968/1978 (estados, municípios e estatais não disponível); setor público consolidado, conceito nominal, para 1979/1982; setor público consolidado, conceito operacional, para 1983 em diante (quando esse conceito começa a ser apurado);

Dívida externa inclui somente dívidas de médio e longo prazos; reservas internacionais no conceito de liquidez internacional.

TABELA A.12
Número de Instituições Financeiras (IF) em Operação no Brasil
1964/1997¹

Período	Bancos							Bcos. de Invest.	Bcos. Fed. de Desenv.	Bcos. Reg. de Desenv.	Finan- ceiras	Outras IF ³	Total Geral
	Total	Bcos. Comerciais			Bcos. Múltiplos								
		Total	Priv.	Públ. ²	Total	Priv.	Públ.						
1964	336	336	312	50	-	-	-	-	2	1	134	26	499
1968	224	224	196	54	-	-	-	21	2	3	251	1 005	1506
1972	128	128	100	34	-	-	-	44	3	10	157	1 398	1740
1976	116	116	79	43	-	-	-	39	3	12	135	1 371	1676
1980	111	111	84	32	-	-	-	39	3	13	115	1 286	1567
1984	111	111	83	33	-	-	-	39	3	13	112	1 382	1660
1988	106	106	77	34	-	-	-	56	2	13	107	1 501	1785
1989	179	66	39	28	113	108	6	36	2	12	70	1 578	1877
1990	216	50	32	20	166	155	10	23	1	10	51	1 555	1856
1991	225	45	32	15	180	165	14	21	1	8	45	1 588	1888
1992	234	36	32	8	198	176	22	20	1	8	41	1 582	1886
1993	242	36	31	7	206	183	23	17	1	6	40	1 573	1879
1994	242	33	29	6	209	184	25	17	1	6	42	1 744	2052
1995	238	35	31	6	203	178	25	16	1	6	46	1 659	1966
1996	237	38	34	4	199	173	26	17	1	5	44	1127	1431
1997	216	36	nd	nd	180	nd	nd	22	1	nd	nd	nd	nd

Fonte: BACEN, Relatórios Anuais e Boletins Mensais (vários números); IBGE, Anuário Estatístico do Brasil (vários números); IBGE/ANDIMA (1997), p. 28, para 1989/1995; ANDIMA (1997), para 1997.

Notas: ¹Anos Selecionados

²Inclui caixas econômicas federal e estaduais.

³Inclui sociedades de cré. imob.; assoc. de poup. e empréstimos; sociedades cooperativas; corretoras e distribuidoras de valores; e sociedades de arrend. mercantil.

Obs.: nd = não disponível.

TABELA A.13
Empréstimos do SFB:¹ Distribuição por Emprestadores
Finais – 1964/1997²

(Em porcentagem)															
Período	Sistema Monetário								Bcos. de Invest.	BNDES	Outras IF ³	Total			
	Total	Bco. do Brasil	Bcos. Comerciais			Bcos. Múltiplos						IF Públ. ⁴	IF Priv. ⁵	Públ. + Priv. ⁶	Total PIB ⁷
			Total	Priv.	Públ.	Total	Priv.	Públ.							
1964	80,8	29,5	51,3	nd	nd	-	-	-	-	4,3	10,0	nd	nd	95,1	13,4
1968	66,6	23,2	43,4	13,0	30,4	-	-	-	5,4	3,4	24,6	66,2	33,8	100,0	26,1
1972	53,1	19,7	33,4	9,7	23,7	-	-	-	12,6	2,2	32,1	58,0	42,0	100,0	44,2
1976	50,3	23,3	26,9	9,9	17,0	-	-	-	10,0	6,2	33,5	63,4	36,6	100,0	56,2
1980	48,8	20,1	28,8	10,7	18,1	-	-	-	10,9	6,5	33,8	62,1	37,9	100,0	48,5
1984	35,9	9,5	26,3	5,8	20,5	-	-	-	10,0	2,5	51,6	56,7	43,3	100,0	44,5
1988	46,3	16,2	20,5	2,6	17,9	9,6	9,6	-	4,8	3,0	45,9	66,6	33,4	100,0	63,1
1989	43,7	9,1	6,9	2,2	4,7	27,7	1,9	25,8	2,1	2,2	52,1	83,2	16,8	100,0	76,2
1990	61,1	11,9	7,2	3,3	3,9	42,0	6,4	35,6	2,1	3,5	33,3	79,9	20,1	100,0	37,5
1991	66,5	14,4	7,4	3,2	4,2	44,7	9,4	35,3	1,9	4,7	26,9	79,3	20,7	100,0	42,5
1992	64,9	14,1	3,8	0,7	3,0	47,0	12,3	34,8	1,8	4,2	29,1	80,5	19,5	100,0	61,4
1993	74,9	10,5	2,9	0,4	2,6	61,5	17,2	44,3	0,9	3,0	21,2	79,0	21,0	100,0	nd

(continua)

(continuação)

Período	Sistema Monetário									Total					
	Total	Bco. do Brasil	Bcos. Comerciais			Bcos. Múltiplos			Bcos. de Invest.	BNDES	Outras IF ³				Total PIB ⁷
			Total	Priv.	Públ.	Total	Priv.	Públ.				IF Públ. ⁴	IF Priv. ⁵	Públ. + Priv. ⁶	
1994	71,1	19,5	3,3	0,4	2,9	48,4	9,9	38,5	0,7	4,5	23,7	86,2	13,8	100,0	58,3
1995	69,3	18,0	3,6	0,3	3,3	47,7	11,9	35,8	0,6	4,5	25,6	84,8	15,2	100,0	35,6
1996	73,1	12,8	2,4	2,1	0,3	57,9	25,1	32,8	0,4	4,4	22,1	67,0	33,0	100,0	44,1
Jun. 1997	75,5	12,2	2,3	2,0	0,3	61,0	21,7	39,3	0,4	3,9	20,2	71,4	28,6	100,0	48,1
1997	75,7	8,7	2,1	1,9	0,2	64,8	17,9	46,9	0,3	4,5	19,5	75,4	24,6	100,0	54,4

Fontes: Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do BACEN, diversos números.

Notas: ¹Saldos em dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.²Anos selecionados.³Inclui caixas econ. fed. e estaduais; BD reg.; PIS; BNCC (Banco Nac. de Créd. Coop.); BNH; financeiras; soc. cré. imob.; e APE.⁴Inclui Banco do Brasil; bancos comerciais e múltiplos públicos; BNDES; BD reg.; caixas econ.; PIS; e BNH.⁵Inclui todas as IF não relacionadas na nota (3) acima.⁶A diferença para 100% em 1964 deve-se a dados não disponíveis no item "Outras IF".⁷Percentual com base em empréstimos e PIB a preços correntes; percentual de junho/1997 calculado sobre PIB de 1997.

TABELA BRASIL A.14
Ativo Total e Patrimônio Líquido das Instituições Financeiras

	(Em US\$ Mil)								
	Dez./88	Av(%)	Qtde	Jun./94	Av(%)	Qtde	Mai./98	Av(%)	Qtde
<i>Banco múltiplo</i>			5			209			175
Ativo total	22 781 044	7,90		186 107 169	47,10		339 124 729	48,10	
Patr. líquido	2 540 553	10,20		18 399 530	43,10		32 499 309	50,60	
<i>Banco comercial</i>			98			35			32
Ativo total	130 479 828	45,40		91 763 934	23,20		134 600 060	19,10	
Patr. líquido	10 632 530	42,70		7 909 717	18,50		7 748 863	12,10	
<i>Banco de desenvolvimento</i>			13			9			9
Ativo total	28 802 859	10,00		30 228 096	7,60		56 754 383	8,10	
Patr. líquido	4 709 790	18,90		9 342 186	21,90		9 671 394	15,00	
<i>Banco de investimento</i>			49			17			22
Ativo total	12 045 037	4,20		11 975 610	3,00		9 529 176	1,40	
Patr. líquido	1 966 307	7,90		1 466 486	3,40		1 579 881	2,50	
<i>Financeiras</i>			102			42			50
Ativo total	2 603 253	0,90		1 386 177	0,40		3 394 717	0,50	
Patr. líquido	974 807	3,90		395 727	0,90		718 362	1,10	
<i>Soc. arrend. mercantil</i>			54			72			83
Ativo total	3 298 983	1,10		8 782 125	2,20		33 955 489	4,80	
Patr. líquido	585 624	2,30		1 709 506	4,00		3 927 727	6,10	
<i>Sociedades corretoras</i>			259			288			231
Ativo total	11 925 394	4,20		8 976 950	2,30		9 525 438	1,40	
Patr. líquido	642 862	2,60		1 113 321	2,60		1 972 172	3,10	
<i>Distribuidoras</i>			419			376			229
Ativo total	13 716 761	4,80		9 623 614	2,40		13 296 503	1,90	
Patr. líquido	532 183	2,10		552 311	1,30		803 714	1,30	
<i>Soc. Créd. Imobiliário</i>			55			24			22
Ativo total	14 156 683	4,90		4 134 838	1,00		8 205 243	1,20	
Patr. líquido	636 530	2,60		569 069	1,30		963 585	1,50	
<i>Caixas econômicas</i>			6			2			2
Ativo total	47 240 904	16,50		41 923 292	10,60		93 522 657	13,30	
Patr. líquido	1 680 317	6,70		1 115 120	2,60		3 690 261	5,70	
<i>Cooperativas</i>			598			912			1 167
Ativo total	100 549	0,00		394 891	0,10		2 606 297	0,40	
Patr. líquido	26 628	0,10		159 497	0,40		708 525	1,10	
Saldo do ativo total	287 151 295	100,00		395 296 695	100,00		704 514 693	100,00	
Saldo total do patrimônio líquido	24 928 131	100,00		42 732 468	100,00		64 283 795	100,00	
Quantidade total			1 658			1 986			2 022

Fonte: Banco Central do Brasil. www.bcb.gov.br

TABELA A.15
Bancos Comerciais – Composição do Ativo – 1968/1997¹

(Em porcentagem)

Consolidado do Setor									
Itens Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun./97	1997
Disponível	7,2	5,1	2,0	0,8	0,4	0,5	0,8	0,6	0,6
Depósitos compulsórios	10,9	8,5	4,5	6,5	3,2	8,3	3,6	2,7	3,8
Oper. Interfinanceiras (interbanc.)	nd	nd	Nd	nd	nd	3,2	4,8	9,2	6,6
Títulos públicos	1,0	2,0	6,8	4,5	12,5	14,1	10,3	11,1	11,4
Títulos privados	1,6	2,7	2,3	3,9	17,1	5,1	10,6	3,1	9,7
- Renda fixa	nd	0,9	2,0	3,5	16,2	2,3	9,6	2,1	9,0
- Renda variável	nd	0,3	0,3	0,4	0,9	2,8	1,1	0,9	0,7
Oper. de crédito	63,9	64,3	55,0	57,0	46,2	40,0	37,3	31,5	34,5
Hav. ext. e oper. cambiais	4,0	8,0	14,0	11,3	7,8	16,5	26,4	30,4	23,5
Ativo permanente	5,8	4,9	9,2	10,3	9,8	8,5	8,0	6,2	6,6
Sub-total	94,3	95,4	93,7	94,3	96,9	96,2	101,7	94,8	96,7
Outras oper. (curto prazo)	5,7	4,6	6,3	5,7	3,1	3,8	-1,7	5,2	3,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo¹	73,0	65,1	65,7	62,7	55,5	14,6	6,3	6,8	7,3
Bancos Privados									
Itens Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun./97	1997
Disponível	7,4	5,5	2,2	0,9	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6
Depósitos compulsórios	12,7	10,4	5,3	7,6	3,2	7,7	3,3	2,0	2,8
Oper. interfinanceiras (interbanc.)	nd	nd	Nd	nd	nd	4,9	4,6	6,5	5,1
Títulos públicos	0,3	1,6	7,6	4,9	14,9	12,8	9,6	10,6	11,5
Títulos privados	1,9	3,6	3,1	4,4	18,8	6,3	11,5	2,3	10,0
- Renda fixa	nd	1,6	2,7	3,9	17,9	2,7	10,5	1,3	9,3
- Renda variável	nd	0,0	0,4	0,4	1,0	3,6	0,9	0,9	0,7
Oper. de crédito	59,1	58,9	45,6	50,0	39,7	35,7	36,4	31,3	35,3
Hav. ext. e oper. cambiais	4,8	9,8	18,0	13,5	8,8	22,2	28,8	33,2	26,0
Ativo permanente	6,5	5,6	10,6	12,0	10,5	9,5	8,0	6,3	6,8
Sub-total	92,7	95,4	92,3	93,2	96,4	99,7	102,6	92,6	98,1
Outras oper. (curto prazo)	7,3	4,6	7,7	6,8	3,6	0,3	-2,6	7,4	1,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	51,0	42,7	45,3	42,9	44,0	9,4	5,6	6,1	6,4
Bancos Públicos									
Itens Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun./97	1997
Disponível	6,7	4,2	1,5	0,5	0,4	0,4	4,2	2,3	0,9
Depósitos compulsórios	6,6	5,0	2,8	4,1	3,3	9,6	5,6	7,7	10,3
Oper. interfinanceiras (interbanc.)	nd	nd	nd	nd	nd	-0,5	6,0	2,3	16,7
Títulos públicos	2,4	2,6	4,9	3,7	6,6	16,4	15,5	18,9	10,8
Títulos privados	0,8	1,0	0,5	2,8	7,6	3,3	4,4	12,0	7,8
- Renda fixa	nd	0,2	0,3	2,5	6,9	1,4	2,1	11,2	6,8
- Renda variável	nd	0,0	0,1	0,3	0,7	1,9	2,2	0,8	1,0
Oper. de crédito	75,0	74,6	76,3	72,0	69,9	45,9	43,9	36,5	28,6
Hav. ext. e oper. cambiais	2,2	4,6	5,2	6,5	3,6	6,0	8,5	4,8	6,7
Ativo permanente	4,3	3,5	6,0	6,9	7,0	7,1	7,6	5,7	5,7
Sub-total	98,0	95,6	97,1	96,5	98,3	88,3	95,6	90,3	87,6
Outras oper. (curto prazo)	2,0	4,4	2,9	3,5	1,7	11,7	4,4	9,7	12,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	22,0	22,4	20,4	19,9	11,6	5,1	0,7	0,7	0,9

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).

Nota: ¹Médias anuais.

²Representa o percentual do ativo do segmento bancário em questão sobre o ativo total do grupo de instituições financeiras em análise: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos (a partir de 1988) e BNDES.

Obs.: Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

TABELA A.16
Bancos Comerciais – Composição do Passivo – 1968/1997¹

(Em porcentagem)

Consolidado do Setor									
Itens Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun./97	1997
Depósitos à vista	51,6	36,0	17,2	18,4	9,5	4,4	3,7	3,8	4,2
Depósitos de poupança	nd	nd	nd	nd	0,2	0,2	0,3	0,5	0,7
Depósitos a prazo	4,8	6,3	7,3	18,2	12,3	15,4	25,0	16,4	15,1
Depósitos interfinanceiros	nd	nd	nd	nd	11,1	0,0	-6,0	4,5	5,9
Obrig. por emprést. e repasses	9,8	18,6	18,4	14,2	15,5	14,7	4,5	1,1	0,8
Obrig. externas	nd	18,6	29,8	26,2	17,7	21,1	30,4	30,0	34,3
- Curto prazo (líq. de desp. a aprop.)	nd	nd	nd	nd	nd	12,0	20,4	19,5	19,1
- Médio e longo prazos	nd	nd	nd	nd	nd	13,8	10,0	10,6	15,2
Oper. cambiais	11,3	14,7	9,3	6,1	2,0	7,9	18,1	20,6	17,4
Recursos próprios	13,2	11,0	11,7	13,3	13,9	15,8	13,7	11,4	10,7
Sub-total	90,5	105,2	93,7	96,4	82,2	79,6	89,7	88,4	89,1
Outras oper.	9,5	-5,2	6,3	3,6	17,8	20,4	10,3	11,6	10,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	73,0	65,1	65,7	62,7	55,5	14,6	6,3	6,8	7,3
Bancos Privados									
Itens Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun./97	1997
Depósitos à vista	56,6	39,8	17,6	19,2	8,4	2,8	3,1	2,8	3,4
Depósitos de poupança	nd	nd	nd	nd	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Depósitos a prazo	5,1	7,3	8,3	21,7	14,2	20,1	27,0	16,1	13,8
Depósitos interfinanceiros	nd	nd	nd	nd	15,0	1,2	-7,3	4,3	5,6
Obrig. por emprést. e repasses	7,5	8,9	6,7	1,7	7,5	7,4	3,3	0,7	0,4
Obrig. externas	nd	22,5	35,6	31,6	19,6	29,4	34,1	32,2	39,0
- Curto prazo (líq. de desp. a aprop.)	nd	nd	nd	nd	nd	15,3	22,8	22,1	21,7
- Médio e longo prazos	nd	nd	nd	nd	nd	19,5	11,3	10,1	17,4
Oper. cambiais	11,1	17,5	11,8	7,2	2,5	9,2	19,7	24,2	19,3
Recursos próprios	12,1	11,3	13,1	15,0	14,4	15,0	13,5	11,6	10,5
Sub-total	92,4	107,2	93,1	96,4	81,6	85,2	93,4	91,9	92,1
Outras oper.	7,6	-7,2	6,9	3,6	18,4	14,8	6,6	8,1	7,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	51,0	42,7	45,3	42,9	44,0	9,4	5,6	6,1	6,4
Bancos Públicos									
Itens Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun./97	1997
Depósitos à vista	39,9	28,9	16,3	16,6	13,2	7,3	8,9	9,9	9,5
Depósitos de poupança	nd	nd	nd	nd	1,0	0,6	2,4	3,7	5,2
Depósitos a prazo	3,8	4,3	5,0	10,7	4,9	7,2	9,6	22,1	23,5
Depósitos interfinanceiros	nd	nd	nd	nd	-0,2	-1,1	4,1	2,4	7,9
Obrig. por emprést. e repasses	15,1	37,2	44,7	40,9	44,7	26,8	13,8	4,2	3,5
Obrig. externas	nd	11,0	17,0	14,7	10,3	5,2	1,9	3,0	2,6
- Curto prazo (líq. de desp. a aprop.)	nd	nd	nd	nd	nd	1,1	1,9	2,3	1,6
- Médio e longo prazos	nd	nd	nd	nd	nd	3,4	0,0	0,7	1,0
Oper. cambiais	11,5	9,4	3,5	3,8	0,6	4,5	5,7	3,2	5,0
Recursos próprios	15,8	10,5	8,6	9,7	14,0	17,3	15,1	12,0	12,0
Sub-total	86,1	101,2	95,0	96,3	88,4	67,8	61,4	60,5	69,2
Outras oper.	13,9	-1,2	5,0	3,7	11,6	32,2	38,6	39,5	30,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	22,0	22,4	20,4	19,9	11,6	5,1	0,7	0,7	0,9

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).

Nota: ²Médias anuais.

¹Representa o percentual do passivo do segmento bancário em questão sobre o passivo total do grupo de instituições financeiras em análise: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos (a partir de 1988) e BNDES.

Obs.: Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

TABELA A.17
Bancos Múltiplos – Composição do Ativo – 1988/1997¹

(Em porcentagem)

Consolidado do Setor									
Itens Selecionados	Média 1988/90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Jun./97	1997
Disponível	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,9	0,6	0,6	0,7
Depósitos compulsórios	10,2	14,3	3,6	3,4	7,6	5,0	14,4	5,8	8,3
Oper.interfinanceiras (interbanc.)	nd	4,1	8,4	11,2	1,8	4,5	0,4	1,6	-7,2
Títulos públicos	26,6	2,1	10,8	6,9	11,7	7,8	11,5	8,0	30,1
Títulos privados	11,7	3,4	4,1	4,5	10,1	10,0	14,1	14,0	8,1
- Renda fixa	10,7	2,2	3,2	2,8	8,1	8,1	12,8	12,6	6,4
- Renda variável	1,0	1,1	0,9	1,7	2,0	1,9	1,3	1,3	1,7
Oper.de crédito	30,2	43,7	44,9	45,7	46,3	44,2	45,2	45,1	35,7
Hav. ext. e oper. cambiais	7,3	11,8	13,8	15,3	10,0	11,4	9,6	11,9	10,1
Ativo permanente	8,0	15,3	11,9	10,5	9,9	10,7	10,2	9,8	11,4
Sub-total	94,5	95,3	98,0	97,9	98,0	94,6	106,1	96,8	97,4
Outras oper. (curto prazo)	5,5	4,7	2,0	2,1	2,0	5,4	-6,1	3,2	2,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	47,8	65,7	71,2	74,7	76,9	75,6	79,2	78,0	74,1
Bancos Privados									
Itens Selecionados	Média 1988/90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Jun./97	1997
Disponível	0,5	0,7	0,4	0,4	0,6	1,1	0,7	0,6	0,7
Depósitos compulsórios	10,7	15,8	4,0	3,5	9,0	5,3	4,6	6,8	8,3
Oper. interfinanceiras (interbanc.)	nd	5,5	9,0	13,1	1,2	5,5	-1,3	0,8	2,3
Títulos públicos	27,6	1,1	13,0	8,0	5,4	7,0	16,4	10,7	15,8
Títulos privados	11,8	3,3	4,3	3,9	10,4	5,7	3,0	4,3	4,4
- Renda fixa	10,8	2,4	3,5	2,9	9,0	3,8	1,8	2,9	2,9
- Renda variável	1,0	0,8	0,8	1,0	1,3	1,8	1,2	1,3	1,6
Oper. de crédito	27,6	37,8	38,2	41,4	46,6	44,1	45,1	44,2	40,3
Hav. ext. e oper. cambiais	8,2	14,8	16,9	18,6	13,3	14,2	13,5	17,0	12,2
Ativo permanente	8,2	16,7	13,3	11,4	11,9	12,4	13,0	12,4	12,9
Sub-total	94,7	95,6	99,2	100,2	98,4	95,2	94,9	96,8	96,9
Outras oper. (curto prazo)	5,3	4,4	0,8	-0,2	1,6	4,8	5,1	3,2	3,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	41,3	47,0	50,1	54,3	52,4	58,8	51,2	50,3	56,0
Bancos Públicos									
Itens Selecionados	Média 1988/90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Jun./97	1997
Disponível	0,5	0,4	0,5	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,7
Depósitos compulsórios	6,7	10,5	2,9	3,2	4,7	4,0	32,4	4,0	8,5
Oper. interfinanceiras (interbanc.)	nd	0,8	6,9	6,2	3,1	1,1	3,4	3,1	-36,7
Títulos públicos	9,4	4,6	5,4	3,8	25,2	10,7	2,6	3,2	74,4
Títulos privados	2,1	3,6	3,6	6,1	9,5	25,1	34,5	31,6	19,6
- Renda fixa	1,3	1,7	2,4	2,3	6,0	23,0	32,9	30,3	17,3
- Renda variável	0,7	1,9	1,2	3,7	3,5	2,1	1,6	1,3	2,2
Oper. de crédito	38,5	58,8	60,6	57,4	45,6	44,5	45,6	46,7	21,6
Hav. ext. e oper. cambiais	1,6	4,3	6,5	6,6	3,0	1,7	2,6	2,7	3,8
Ativo permanente	4,5	11,7	8,8	8,1	5,7	5,0	5,1	5,0	7,1
Sub-total	63,3	94,6	95,2	91,9	97,3	92,4	126,6	96,8	99,0
Outras oper. (curto prazo)	36,7	5,4	4,8	8,1	2,7	7,6	-26,6	3,2	1,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	6,5	18,6	21,1	20,3	24,6	16,8	28,0	27,6	18,1

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).

Nota: ¹ Médias anuais

²Representa o percentual do ativo do segmento bancário em questão sobre o ativo total do grupo de instituições financeiras em análise: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos (a partir de 1988) e BNDES.

Obs.: Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

TABELA A.18
Bancos Múltiplos – Composição do Passivo – 1988/1997¹

(Em porcentagem)

Consolidado do Setor									
Itens Seleccionados	Média 1988/90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Jun./ 1997	Dez./ 1997
Depósitos à vista	5,4	5,9	3,4	2,3	4,9	3,9	3,7	4,9	6,0
Depósitos de poupança	17,1	10,2	9,6	10,9	13,1	13,7	13,3	13,3	17,5
Depósitos a prazo	9,0	18,2	24,3	23,7	21,5	22,7	18,5	16,5	18,5
Depósitos interfinanceiros	-2,1	-0,9	1,9	3,0	1,4	-0,4	5,7	5,6	2,8
Obrig. por emprést. e repasses	5,1	9,4	9,3	7,2	7,1	9,2	5,0	5,0	3,8
Obrig. externas	9,4	14,5	13,7	16,9	11,1	13,3	14,0	12,7	15,1
- Curto prazo (líq. de desp. a aprop.)	nd	3,8	10,0	11,6	7,2	9,3	9,9	9,2	9,5
- Médio e longo prazos	nd	10,7	3,7	5,3	3,9	4,0	4,2	3,5	5,6
Oper. cambiais	nd	1,4	7,5	8,2	6,3	7,6	6,0	12,0	6,3
Recursos próprios	12,2	20,7	18,3	17,3	12,3	8,0	11,8	11,6	13,4
Sub-total	56,2	79,6	88,1	89,4	77,9	77,9	78,1	81,5	83,3
Outras oper.	43,8	20,4	11,9	10,6	22,1	22,1	21,9	18,5	16,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	47,8	65,7	71,2	74,7	76,9	75,6	79,2	78,0	74,1
Bancos Privados									
Itens Seleccionados	Média 1988/90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Jun./ 1997	Dez./ 1997
Depósitos à vista	5,2	5,5	3,1	1,8	4,7	3,6	3,0	4,8	5,3
Depósitos de poupança	17,2	10,7	10,2	11,0	13,6	13,5	15,1	14,5	17,8
Depósitos a prazos	9,4	20,7	26,4	24,7	25,5	24,9	21,0	19,0	19,3
Depósitos interfinanceiros	-2,1	-2,4	1,8	3,3	0,5	-1,5	3,3	3,0	3,8
Obrig. por emprést. e repasses	2,3	3,6	3,6	3,6	4,4	10,0	5,2	4,5	3,6
Obrig. externas	10,4	18,2	16,5	20,5	14,6	16,4	20,2	18,0	18,5
- Curto prazo (líq. de desp. a aprop.)	nd	5,0	12,1	14,1	9,3	11,4	13,8	12,7	11,3
- Médio e longo prazos	nd	13,2	4,5	6,4	5,3	5,0	6,3	5,3	7,2
Oper. cambiais	nd	1,7	9,6	10,0	8,6	9,5	8,8	18,0	7,9
Recursos próprios	12,0	21,6	18,5	16,2	15,4	9,3	15,3	14,9	14,5
Sub-total	54,4	79,5	89,7	91,3	87,4	85,6	91,7	96,9	90,8
Outras oper.	45,6	20,5	10,3	8,7	12,6	14,4	8,3	3,1	9,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	41,3	47,0	50,1	54,3	52,4	58,8	51,2	50,3	56,0
Bancos Públicos									
Itens Seleccionados	Média 1988/90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Jun./ 1997	Dez./ 1997
Depósitos à vista	3,8	7,0	4,3	3,6	5,4	4,8	4,9	5,1	8,1
Depósitos de poupança	5,2	8,9	8,2	10,5	12,1	14,3	10,1	11,0	16,4
Depósitos a prazo	4,8	12,0	19,4	20,9	13,0	15,0	13,9	11,8	16,1
Depósitos interfinanceiros	0,4	3,1	2,1	2,0	3,3	3,3	10,2	10,4	-0,4
Obrig. por emprést. e repasses	22,8	24,2	22,9	16,8	13,1	6,4	4,6	5,8	4,5
Obrig. externas	2,5	5,2	6,9	7,2	3,9	2,7	2,9	2,9	4,5
- Curto prazo (líq. de desp. a aprop.)	Nd	1,0	5,2	5,1	2,8	2,1	2,7	2,7	4,0
- Médio e longo prazos	Nd	4,2	1,7	2,1	1,1	0,5	0,2	0,2	0,4
Oper. cambiais	Nd	0,8	2,4	3,4	1,4	0,9	1,0	1,0	1,2
Recursos próprios	9,4	18,6	17,9	20,1	5,5	3,5	5,5	5,6	9,9
Sub-total	48,9	79,8	84,1	84,4	57,6	50,9	53,1	53,6	60,1
Outras oper.	51,1	20,2	15,9	15,6	42,4	49,1	46,9	46,4	39,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	6,5	18,6	21,1	20,3	24,6	16,8	28,0	27,6	18,1

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).

Nota: ¹ Médias anuais.

² Representa o percentual do passivo do segmento bancário em questão sobre o passivo total do grupo de instituições financeiras em análise: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos (a partir de 1988) e BNDES.

Obs.: Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

TABELA A.19
Bancos de Investimento e BNDES – Composição do Ativo – 1968/1997¹

(Em porcentagem)									
Bancos de Investimento (Consolidado)									
Itens Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun./97	1997
Disponível	3,6	2,2	0,9	1,0	0,2	1,0	0,3	0,1	0,1
Títulos públicos	0,4	0,2	2,7	1,1	12,1	7,4	8,9	20,8	64,4
Títulos privados	10,0	4,9	11,4	6,4	19,8	16,1	23,9	9,1	8,6
- Renda fixa	5,5	3,4	6,3	3,9	18,0	10,6	17,3	4,8	5,7
- Renda variável	4,5	1,5	5,0	2,6	1,8	5,5	6,6	4,3	2,9
Oper.de crédito	68,9	77,4	73,1	76,8	45,3	38,2	22,8	18,1	18,5
Hav. ext. e oper. cambiais	nd	nd	nd	nd	3,5	5,5	34,3	18,8	12,3
Ativo permanente	1,4	1,9	8,2	10,9	11,0	19,8	16,7	25,9	30,2
Sub-total	84,4	86,5	96,3	96,2	91,9	88,0	107,0	93,0	134,1
Outras oper. (curto prazo)	15,6	13,5	3,7	3,8	8,1	12,0	-7,0	7,0	-34,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	16,5	18,7	12,4	10,6	10,6	3,2	2,9	1,8	0,0
BNDES (Consolidado)									
Itens Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun./97	1997
Disponível	2,3	0,7	0,3	2,3	1,6	0,0	0,0	0,1	0,0
Títulos públicos	nd	2,9	2,4	1,4	0,7	0,3	0,5	1,3	2,1
Títulos privados	24,6	9,1	0,7	0,5	1,3	4,7	5,5	5,3	7,4
- Renda fixa	nd	0,9	0,4	0,4	0,4	2,4	4,0	2,9	5,7
- Renda variável	24,6	8,2	0,3	0,1	0,9	2,3	1,4	2,4	1,7
Oper. de crédito	56,4	80,3	74,8	70,1	59,5	45,4	51,9	60,5	65,8
- Diretas (incl. op. esp.)	47,5	57,9	53,3	47,3	45,5	33,0	25,8	23,3	29,2
-Repasse a ag. financ.	8,8	22,4	21,5	22,8	28,1	24,8	26,1	37,2	36,5
Hav. ext. e oper. cambiais	nd	nd	nd	nd	nd	0,7	0,8	0,2	0,0
Ativo permanente	0,4	4,1	14,4	16,5	14,3	22,5	28,1	20,1	18,0
Sub-total	83,6	97,0	92,6	90,9	77,4	73,6	86,8	87,5	93,4
Outras oper. (curto prazo)	16,4	3,0	7,4	9,1	22,6	26,4	13,2	12,5	6,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	10,5	21,6	26,0	26,7	24,8	16,7	15,0	13,8	16,7

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).

Nota: ¹Médias anuais.

²Representa o percentual do ativo do segmento bancário em questão sobre o ativo total do grupo de instituições financeiras em análise: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos (a partir de 1988) e BNDES.

Obs.: Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

TABELA A.20
Bancos de Investimento e BNDES – Composição do Passivo – 1968/1997¹

(Em porcentagem)									
Bancos de Investimento (Consolidado)									
Itens Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun./97	1997
Depósitos a prazo	32,1	46,3	49,6	48,2	26,6	38,8	71,9	31,2	26,0
Depósitos interfinanceiros	nd	nd	nd	nd	11,4	-20,5	-61,2	-12,9	4,4
Obrig. por emprést. e repasses	21,3	27,6	4,6	7,8	11,3	15,3	7,7	3,3	4,8
Obrig. externas	12,8	14,5	27,2	22,9	14,1	10,1	14,4	10,6	6,8
- Curto prazo (líq. de desp. a aprop.)	nd	nd	nd	nd	nd	2,7	5,2	1,7	0,4
- Médio e longo prazo	nd	nd	nd	nd	nd	7,1	9,3	8,8	6,4
Oper. cambiais	nd	nd	nd	nd	nd	2,7	18,2	16,1	11,0
Recursos próprios	13,6	10,8	18,4	21,1	20,0	36,0	28,4	35,3	29,4
Sub-total	79,6	99,1	99,9	100,0	83,3	82,5	79,4	83,5	82,3
Outras oper.	20,4	0,9	0,1	0,0	16,7	17,5	20,6	16,5	17,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	16,5	18,7	12,4	10,6	10,6	3,2	2,9	1,8	0,0
BNDES (Consolidado)									
Itens Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun./97	1997
Depósitos a prazo	nd	0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Obrig. por emprést. e repasses	14,3	30,4	22,5	19,3	44,9	42,0	29,0	38,7	44,5
Obrig. com poder público	11,9	29,3	43,0	45,0	48,9	36,4	31,3	28,7	26,6
Obrig. externas	6,2	9,8	13,4	14,8	11,6	8,7	4,7	4,4	6,5
- Curto prazo (líq. de desp. a aprop.)	nd	nd	nd	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0
- Médio e longo prazo	nd	nd	nd	nd	nd	7,4	4,7	4,4	6,5
Oper. cambiais	nd	nd	nd	nd	nd	0,7	0,7	0,2	0,0
Recursos próprios	66,1	30,4	20,9	20,7	18,5	30,0	33,9	27,4	21,9
Subtotal	98,5	99,8	99,9	99,8	124,2	118,0	99,5	99,3	99,5
Outras oper.	1,5	0,2	0,1	0,2	-24,2	-18,0	0,5	0,7	0,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso relativo do setor no grupo²	10,5	21,6	26,0	26,7	24,8	16,7	15,0	13,8	16,7

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).

Nota: ¹Médias anuais.

²Representa o percentual do passivo do segmento bancário em questão sobre o passivo total do grupo de instituições financeiras em análise: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos (a partir de 1988) e BNDES.

Obs.: Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

TABELA A.21
Indicadores do Mercado de Ações e Debêntures no Brasil – 1966/1997

(Valores monetários em bilhões de moeda corrente¹)

Ano	(1) Volume Negociado ²	(2) Emissões Primárias	(3) Índ. Bolsas Var.no Ano ³ (%)	(4) Inflação IGP-DI (%)	(5) Investi- mentos	Relações	
						(1)/(2)	(2)/(5) (%)
1966	0,2	0,0	nd	39,1	11,7	7,9	0,2
1967	0,3	0,1	25,6	25,0	14,0	3,1	0,6
1968	0,4	0,5	75,0	25,5	21,8	0,8	2,4
1969	2,5	0,5	230,2	19,3	33,3	5,3	1,4
1970	4,6	0,5	68,3	19,3	39,9	8,6	1,3
1971	25,6	2,9	233,4	19,5	54,9	8,8	5,3
1972	18,0	0,7	(24,3)	15,7	73,5	27,2	0,9
1973	17,9	0,8	(22,0)	15,6	112,8	22,8	0,7
1974	13,6	0,7	(4,2)	34,6	180,5	19,3	0,4
1975	26,7	0,5	56,2	29,4	269,3	54,1	0,2
1976	28,1	1,4	24,8	46,3	376,4	20,4	0,4
1977	37,7	1,9	16,7	38,8	549,4	19,8	0,3
1978	55,6	8,5	22,0	40,8	828,6	6,5	1,0
1979	91,8	17,1	4,2	77,2	1 374,5	5,4	1,2
1980	293,7	50,5	112,0	110,2	2 996,9	5,8	1,7
1981	588,8	189,1	118,0	95,2	5 868,8	3,1	3,2
1982	1 093,3	400,6	44,0	99,7	10 974,2	2,7	3,7
1983	2 919,3	548,6	676,7	211,0	20 083,1	5,3	2,7
1984	18 982,0	1 750,3	506,3	223,9	61 244,7	10,8	2,9
1985	135 991,0	4 876,3	471,1	235,0	266 527,8	27,9	1,8
1986	408,3	18,2	35,9	65,0	699,9	22,4	2,6
1987	397,0	16,4	41,7	415,8	2 556,7	24,3	0,6
1988	nd	nd	1 815,3	1 037,6	19 595,8	nd	nd
1989	48,6	13,2	1 710,7	1 782,9	313,9	3,7	4,2
1990	382,3	268,0	468,0	1 476,6	6 810,2	1,4	3,9
1991	nd	nd	nd	480,2	30 064,7	nd	nd
1992	104 547,0	4 835,5	1 015,6	1 157,9	322 245,0	21,6	1,5
1993	5 432,4	484,9	5 437,2	2 708,6	8 008,0	11,2	6,1
1994	57 090,8	4 125,0	1 059,7	1 093,8	78 455,0	13,8	5,3
1995	72 695,2	8 818,6	(1,3)	14,8	144 027,2	8,2	6,1
1996 ⁴	117 287,4	17 567,4	33,4	9,3	161 012,7	6,7	10,9
1997	235 400,0	11 426,7	44,8	7,5	169 695,9	20,6	6,7

Fontes:

Coluna (1): BACEN, Boletim Mensal (diversos n^{os}), p/ 1966/77; CVM, Informativo Mensal (diversos n^{os}), p/ 1978/97.

Coluna (2): Lemgruber (1978), p. 234, p/1966/70; BACEN, Boletim Mensal (diversos n^{os}), p/ 1971/77; CVM, Informativo Mensal (diversos n^{os}), p/ 1978/97.

Coluna (3): BACEN, Boletins Mensais (diversos n^{os}), p/ 1966/77; CVM, Informativo Mensal (diversos n^{os}), p/ 1978/97. IBV-RJ, p/ 1966/82; IBOVSPA, p/ 1983/97.

Coluna (4): FGV, Conjuntura Econômica (diversos n^{os}).

Coluna (5): FGV, Conjuntura Econômica (diversos n^{os}) e BACEN, Boletim Mensal (diversos n^{os}).

Notas: ¹Moedas correntes: 1966, Cruzeiro; 1967/69, Cruzeiro Novo; 1970/85, Cruzeiro; 1986/88, Cruzado; 1989, Cruzado Novo; 1990/92, Cruzeiro; 1993, Cruzeiro Real; 1994/97, Real.

²Volume total negociado em todas as bolsas do país.

³1983/1997, período em que os volumes negociados na BOVESPA superam os da BVRI.

⁴O ano de 1996 teve um comportamento atípico, por incluir uma emissão de cerca de R\$ 6 bilhões para aumento do capital do Banco do Brasil. Mas, mesmo excluindo-se esse valor, a relação (2)/(5) ainda é mais alta que nos demais anos (7,2%).

Obs.: Valores aproximados, obtidos a partir dos valores do PIB e da taxa de investimento a preços correntes.

TABELA A.22
Fundos Mútuos de Investimento no Brasil – 1991/1998

(Em R\$ milhões correntes)								
Evolução do Setor	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Patrimônio Líquido (PL)	12 117	19 073	24 820	41 431	73 001	126 931	141 861	141 861
Situação em Dezembro/1997								
Itens	FIF				F. de	F. Cap.	F. Extra-	Total
Selecionados	C. Prazo	30 Dias	60 Dias	90 Dias	Ações	Estrang.	Mercado	Geral
Patrimônio líquido	7 441	12 065	111 827	3 475	13 412	2 638	5 021	155.878
(%) no PL total	4,8%	7,7%	71,7%	2,2%	8,6%	1,7%	3,2%	100,0%
Direcionamento da carteira:	106,0	88,6	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- Tít. federais, estaduais e municipais	28,5	31,3	43,4	18,0	5,6	61,3	68,4	39,2
- Tít. privados	3,0		15,2	12,7	0,9	6,1	29,9	13,6
- Oper. compromiss.	14,9	46,9	28,2	58,8	0,0	0,0	1,7	23,7
- Ações e debêntures	1,1	1,6	3,6	2,3	87,9	0,7	0,0	12,2
- Recolh. compulsório	53,0	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6
- Outros	5,5	4,0	9,7	8,2	5,5	31,9	0,0	8,7

Fonte: Boletim Mensal do BACEN, Abril/1998.

TABELA A.23
Entidades Fechadas de Previdência Privada
Número de Instituições e Distribuição (%) da Carteira de
Investimentos – 1991/1997 – Valores Monetários (Totais)

(Em US\$ milhões ¹)							
Discriminação	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Nº de instituições (total)	256	266	297	328	344	349	339
- Associadas à ABRAPP	214	220	222	236	252	255	248
Investimentos (US\$ milhões)	17 989	23 026	32 568	55 081	59 055	68.982	77.832
Em (%) do PIB	3,4	4,4	5,9	9,5	9,7	10,5	11,5
Composição (%) da carteira	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Títulos públicos	7,4	6,5	4,0	3,8	4,4	5,7	3,7
Ações e debêntures	34,4	30,4	37,3	41,0	34,7	35,7	32,4
Imóveis	19,3	20,3	16,0	14,4	14,9	12,9	10,4
Depósitos a prazo	12,6	15,9	14,5	11,5	14,6	9,6	7,6
Fundos de investimento	1,5	4,2	9,8	12,4	11,9	19,4	30,0
- Renda fixa	nd	nd	9,8	12,4	11,9	16,8	19,3
- Renda variável	nd	nd	nd	nd	nd	2,6	10,7
Financ. imobiliário	3,6	4,1	3,1	4,6	5,8	5,1	4,5
Oper.com partic. e patroc.	9,8	13,2	8,9	9,7	11,3	9,1	9,3
Outros	11,4	5,4	6,4	2,6	2,4	2,5	2,1

Fonte: ABRAPP, via Internet, para 1993/97 e Revista ABRAPP, dez./1996, para 1991/92.

Nota: ¹Saldos em dezembro de cada ano.

TABELA A.24
Entidades Fechadas de Previdência Privada – ‘Ranking’ das Instituições por Investimentos – Junho/1998

Posição/Entidade	Empresa Patrocinad.	Controle do Capital	Investimentos		
			US\$ Milhões	(%) do Total	(%) do Total Acumulado
1 - PREVI	Bco. do Brasil	Público	20 063	26,0	26,0
2 - FUNCEF	Cx. Econ. Fed.	Público	5 676	7,4	33,4
3 - Fund. CESP	CESP	Público	4 368	5,7	39,0
4 - SISTEL	TELEBRÁS	Público ¹	4 202	5,4	44,5
5 - PETROS	PETROBRAS	Público	3 937	5,1	49,6
6 - CENTRUS	Banco Central	Público	2 940	3,8	53,4
7 - VALIA	CVRD	Privado	1 594	2,1	55,4
8 - AERUS	VARIG	Privado	1 318	1,7	57,1
9 - Itaúbanco	Bco. Itaú	Privado	1 219	1,6	58,7
10 - FORLUZ	CEMIG	Público	1 104	1,4	60,1
Demais	-	-	30 757	39,9	100,0
Total	-	-	77 178	100,0	0,1

Fonte: ABRAPP, via Internet.

Nota: ¹Privado a partir de 29 de julho de 1998.

TABELA A.25
Indicadores Macroeconômicos do Paraguai – 1989/1998

Ano	PIB		Inflação IPC (%)	Saldo Gov. (% do PIB)	Saldo em Conta Corrente		Taxa de Câmbio G\$/US\$
	US\$ Milhões	(%) Cresc. Real			US\$ Milhões	(%) do PIB	
1989	4 115	5,8	26,0	1,9	nd	nd	1 120
1990	5 285	3,1	38,1	5,2	nd	nd	1 230
1991	6 254	2,5	24,2	1,6	nd	nd	1 325
1992	6 447	1,8	15,2	0,9	86,6	1,3	1 500
1993	6 841	4,1	18,2	1,2	245	3,6	1 744
1994	7 857	3,1	20,6	2,4	-55,8	-0,7	1 912
1995	8 970	4,7	13,4	2,5	-363,8	-4,1	1 970
1996	9 637	1,3	9,8	1,7	-317,2	-3,3	2 063
1997	9 607	2,6	7,0	1,2	-482,9	-5,0	2 191
1998 ¹	nd	-0,5	14,6	nd	-264,9	nd	2 756

Fonte: BCP, 1998a.

Nota: ¹Crescimento real do PIB: estimativa preliminar de BCP (1998b); conta corrente: estimativa de IMF, 1999.

TABELA A.26
Emissões de Ações e Títulos no Mercado de Capitais do Paraguai

(Em US\$ milhões)

Ano	Ações	Bonos	CDA	CCI	Outros	Total	Total PIB (%)
1994	4,3	0,3	0,6	8,4	3,2	16,9	0,2
1995	19,5	1,2	1,8	38,1	3,5	64,0	0,7
1996	30,7	2,6	15,5	4,7	3,5	57,0	0,6
1997	19,9	5,4	48,1	9,5	12,6	95,6	1,0
1998	12,9	-	109,1	7,8	28,8	158,6	nd

Fonte: BCP, 1998a, p. 23.

Obs.: CDA = certificado de depósito de poupança (ahorro).

CCI = certificado de ‘call’ interfinanceiro.

TABELA A.27
Indicadores Externos da Economia Paraguaia – 1992/1998¹

(Em US\$ milhões)

Ano	Conta Corrente		Conta de Capital						Reservas Internacionais
	Total	(%) do PIB	Total	Direto	Portfólio	Capital de Longo Prazo	Créditos Comerciais	Outros	
1992	86,6	1,3	-98,2	120,5	0	-309,1	77,8	12,6	452,8
1993	245,0	3,6	189,5	78,9	0	22,8	55,1	32,7	519,2
1994	-55,8	-0,7	286,1	97,0	0	80,5	80,9	27,7	896,5
1995	-363,8	-4,1	523,0	156,1	0	54,2	-167,4	480,1	900,1
1996	-317,2	-3,3	190,6	245,9	0	40,1	103,5	-198,9	742,8
1997	-482,9	-5,0	572,7	221,0	0	119,1	261,1	-28,5	572,4
1998 ²	-264,9	-3,1	174,0	243,1	0	48,6	8,1	-125,8	2544,6

Fontes: Conta Corrente e Conta de Capital: IMF, 1999, p. 48; Reservas Internacionais: Banco Central del Paraguay (1998a), p. 46.

Notas: ¹Estimativas do FMI;

²Valor de novembro/1998.

TABELA A.28
Composição dos Depósitos no Sistema Bancário Paraguaio – 1990/1998

(Em US\$ milhões)

Ano	Depósitos Totais	Depósitos em Guaranis					Depósitos em Moeda Estrangeira
		Total	Conta Corrente	Conta Remunerada	Depósito de Poupança	CD's	
1990	627	391	155	161	16	59	236
1991	854	511	185	242	9	75	343
1992	1 054	550	182	259	11	99	504
1993	1 195	532	185	242	6	99	663
1994	1 412	714	247	353	7	108	698
1995	1 647	950	296	440	12	201	697
1996	2 017	1 087	295	555	13	224	929
1997	2 086	1 037	303	525	13	196	1 049
Jun./98	1 928	827	219	424	15	169	1 101

Composição (%)							
1990	100,0	62,3	24,7	25,7	2,5	9,5	37,7
1991	100,0	59,8	21,7	28,3	1,1	8,8	40,2
1992	100,0	52,2	17,2	24,5	1,0	9,4	47,8
1993	100,0	44,5	15,5	20,3	0,5	8,2	55,5
1994	100,0	50,6	17,5	25,0	0,5	7,6	49,4
1995	100,0	57,7	18,0	26,7	0,7	12,2	42,3
1996	100,0	53,9	14,6	27,5	0,6	11,1	46,1
1997	100,0	49,7	14,5	25,2	0,6	9,4	50,3
Jun./98	100,0	42,9	11,3	22,0	0,8	8,8	57,1

Fonte: Elaboração do autor a partir de dados de: 1990/97: Banco Central del Paraguay (1997), p. 25; 1998: Banco Central del Paraguay (1998a), p. 22.

TABELA A.29
Crédito Doméstico do SFP – 1990/1998¹

(Em US\$ milhões)								
Ano	Total	Ao Setor Público			Ao Setor Privado		Crédito Líquido	
		Total	Governo Central	Resto do Setor Público	Total	Em Moeda Nacional	Em Moeda Estrangeira	ao Resto do SF
1990	548,7	-76,4	-37,7	-38,8	624,9	556,9	67,9	0,3
1991	826,5	-98,9	-46,1	-52,9	925,9	750,0	175,9	-0,5
1992	980,7	-162,4	-112,3	-50,1	1 141,7	911,1	230,6	1,4
1993	1 095,2	-238,1	-197,6	-40,5	1 327,4	994,3	333,0	5,9
1994	1 293,0	-368,8	-325,0	-43,7	1 655,7	1 158,9	496,9	6,1
1995	1 485,4	-437,3	-379,1	-58,2	1 899,5	1 247,5	652,0	23,3
1996	1 672,3	-569,0	-484,2	-84,9	2 228,3	1 447,2	781,1	13,0
1997	2 033,6	-405,8	-327,6	-78,2	2 418,6	1 343,3	1 075,3	20,8
Jun./98	1 751,2	-377,5	-324,6	-52,8	2 107,4	1 080,5	1 026,9	21,3
Distribuição %								
1990	100,0	-13,9	-6,9	-7,1	113,9	101,5	12,4	0,0
1991	100,0	-12,0	-5,6	-6,4	112,0	90,7	21,3	-0,1
1992	100,0	-16,6	-11,5	-5,1	116,4	92,9	23,5	0,1
1993	100,0	-21,7	-18,0	-3,7	121,2	90,8	30,4	0,5
1994	100,0	-28,5	-25,1	-3,4	128,1	89,6	38,4	0,5
1995	100,0	-29,4	-25,5	-3,9	127,9	84,0	43,9	1,6
1996	100,0	-34,0	-29,0	-5,1	133,2	86,5	46,7	0,8
1997	100,0	-20,0	-16,1	-3,8	118,9	66,1	52,9	1,0
Jun./98	100,0	-21,6	-18,5	-3,0	120,3	61,7	58,6	1,2
Taxas de Crescimento Anuais (%)								
1990	-	-	-	-	-	-	-	-
1991	50,6	29,4	22,3	36,4	48,2	34,7	159,0	-285,3
1992	18,7	64,1	143,7	-5,2	23,3	21,5	31,1	-378,1
1993	11,7	46,6	75,9	-19,1	16,3	9,1	44,4	322,6
1994	18,1	54,9	64,5	7,9	24,7	16,5	49,2	3,3
1995	14,9	18,6	16,6	33,2	14,7	7,6	31,2	284,5
1996	12,6	30,1	27,7	45,7	17,3	16,0	19,8	-44,0
1997	21,6	-28,7	-32,3	-7,8	8,5	-7,2	37,7	59,8
Jun./98	-13,9	-7,0	-0,9	-32,5	-12,9	-19,6	-4,5	2,3
Memo: Médias Anuais de Crescimento								
1991/94	23,9	48,2	71,4	3,1	27,6	20,1	64,5	117,8
1995/96	13,7	24,2	22,0	39,3	16,0	11,8	25,4	46,7
1995/97	16,3	3,2	0,3	21,4	13,5	5,0	29,3	50,9
1991/97	20,6	26,9	36,2	10,6	21,3	13,4	48,4	86,1

Fonte: Elaboração do autor a partir de dados de: 1990-97: Banco Central del Paraguay (1997), p. 8, 1998: Banco Central del Paraguay (1998a), p. 8.

Nota: ¹Saldos em dezembro de cada ano.

Obs: As taxas de crescimento do setor público representam aumento do crédito do governo ao SFP, e não o contrário.

TABELA A.30
Taxas de Juros Médias Anuais e Inflação no Paraguai – 1991/1998

Ano	Taxa Básica Títulos do BCP	Taxas Ativas		Taxa Passiva		Inflação IPC (%) Anual	Taxas Reais em Guaranis	
		Empréstimo Moeda Nac.	Empréstimo Moeda Est.	Moeda Nacional	Moeda Estrangeira		Empréstimos IPC	Depósitos IPC
1991	nd	32,44	14,77	14,80	6,13	24,20	6,63	-7,57
1992	nd	34,96	14,05	15,36	5,24	15,22	17,14	0,12
1993	21,9	35,34	12,39	14,67	4,27	18,24	14,46	-3,02
1994	19,7	35,47	12,68	17,38	4,73	20,51	12,42	-2,60
1995	17,8	33,94	14,03	15,74	5,22	13,44	18,07	2,03
1996	12,1	31,88	14,35	12,78	4,46	9,77	20,14	2,74
1997	11,7	27,79	13,53	8,78	3,94	7,01	19,42	1,65
Jun./1998 ¹	24,7	30,12	13,44	6,78	3,75	12,16	16,01	-4,80

Fonte: Elaboração própria do autor a partir de dados de: Taxa Básica: BCP, 1998b, Quadro 12; Taxas Ativas: 1991-97: Banco Central del Paraguay (1997), p. 22; 1998: Banco Central del Paraguay (1998a), p. 20; Taxas Passivas: 1991-97: Banco Central del Paraguay (1997), p. 21; 1998: Banco Central del Paraguay (1998a), p. 19. IPC: IFS, abril/1999.

Nota: ¹Exceto para IPC, que se refere ao dado do ano de 1998, e taxa básica, que se refere à média até novembro.

TABELA A.31
Estrutura do SFP – Número de Instituições e Participação no Ativo

Tipo de Instituição Financeira (IF)	1995	1996	1997	1998 ¹	
	Número de IF	Número de IF	Número de IF	Número de IF	(%) do Ativo Bancário
Bancos	35	32	33	23	100,0
- Privados	33	30	31	22	86,5
- Nacionais ²	20	16	13	5	8,0
- Estrangeiros ³	13	14	18	17	78,5
- Públicos	2	2	2	1	13,5
Financeiras	nd	53	50	43	-
Sociedades de Poup. e Emprést.	nd	nd	12	10	-
Coop. de Poup. e Emprést.	nd	470	607	131	-
Casas de Câmbio	nd	18	16	18	-
Outras	nd	nd	nd	55	-
Total	nd	nd	nd	280	-

Fonte: BCP, Superintendência de Bancos.

Nota: ¹Em novembro.

²Bancos com predominância de capital nacional.

³Inclui IF totalmente estrangeiras e com predominância de capital estrangeiro.

TABELA A.32
Composição do Ativo e do Passivo dos Bancos Privados
Nacionais e Estrangeiros – 1990/1998

Item	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Ativo total (US\$ milhões) = 100%	959	1 291	1 582	1 743	1 954	2 272	2 777	2 872	2 555
Composição (%):	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ativo externo líquido	15,1	10,6	13,4	13,2	9,7	3,1	6,9	2,2	2,0
Disponibilidade no BCP	25,5	24,0	24,8	24,8	25,4	26,8	24,4	23,1	25,9
Crédito total:	59,3	65,4	61,9	62,1	64,9	70,0	68,7	74,7	72,2
Crédito líq. ao setor público	-8,0	-7,7	-10,3	-13,7	-18,9	-19,3	-20,5	-14,5	-14,8
Crédito ao setor privado	65,2	71,7	72,2	76,2	84,7	83,6	80,2	82,1	82,5
Crédito líquido ao resto do SF	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	1,0	0,5	0,8	0,8
Outros	2,1	1,4	-0,1	-0,8	-1,3	4,7	8,5	6,2	3,6
Passivo total (US\$ milhões) = 100%	959	1 291	1 582	1 743	1 954	2 272	2 777	2 872	2 555
Composição(%):	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Depósitos (moedas nacional e estrangeira)	65,4	66,1	66,6	68,6	72,3	72,5	72,6	75,1	73,7
Em moeda nacional	40,7	39,6	34,8	30,6	36,6	41,8	39,1	36,8	31,0
Em moeda estrangeira	24,6	26,5	31,9	38,0	35,7	30,7	33,5	38,3	42,7
Bônus e outros valores	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-	-
Oper. compromiss. e fundos comun.	7,7	9,7	8,7	8,1	5,1	4,0	2,4	0,0	0,1
Passivo externo de médio e longo prazo	0,8	2,3	3,1	4,0	0,8	1,2	0,9	0,1	0,3
Obrigações com o BCP	9,9	6,5	7,1	3,4	2,5	3,5	6,0	5,1	7,2
Capital e reservas	16,0	15,0	14,4	15,9	19,3	18,8	18,0	19,7	18,8

Fonte: Banco Central del Paraguay (1998a), p. 8-9.

TABELA A.33
Indicadores de Fragilidade do Sistema Bancário Paraguaio

Item	1992	1993	1994	1995	1996	1997
- Créditos em atraso / crédito						
Total ao setor privado (%)	4,5	4,5	4,7	6,8	7,6	13,3
- Créditos em atraso / capital						
e reservas bancárias (%)	22,3	21,1	21,0	33,0	37,1	61,2
- Provisões / créditos						
em atraso (%)	41,9	44,4	57,6	27,3	50,1	36,1

Fonte: IMF, 1999, p. 46.

TABELA A.34
Indicadores Externos da Economia Uruguaia – 1992/1998

Ano	Conta Corrente		Conta de Capital				Reservas
	Total	(%) do PIB	Total	Direto	Portfólio	Outros	Internacionais
1992	-8,8	-0,1	-91,5	0,0	83,4	-174,9	488,0
1993	-243,8	-1,8	228,0	101,5	29,3	97,2	737,0
1994	-438,3	-2,7	537,2	154,5	158,1	224,6	946,0
1995	-212,5	-1,2	421,7	156,6	288,8	-23,7	1 124,0
1996	-233,4	-1,2	233,6	136,8	179,9	-83,1	1 225,0
1997	-321,1	-1,6	648,2	159,5	209,6	279,1	1 536,0
1998	nd	nd	nd	nd	nd	nd	2 051,0

Fonte: Elaboração do autor a partir de dados de: IFS, abril/1999.

TABELA A.35
Depósitos no Sistema Bancário Uruguaio – 1987/1998

(Em US\$ milhões)

Saldos em Fins de	Total de Depósitos	Depósitos em Moeda Nacional						Depósitos em Moeda Estrangeira		
		Total em Moeda Nacional	Setor Privado				Outros ¹	Total em Moeda Estrangeira	Setor Privado à Vista e a Prazo	Outros ¹
			Total	à Vista	Poupança	Prazo Fixo				
1987	3 611 134	864 398	802 047	180 653	117 053	504 341	62 351	2 746 736	2 708 972	37 764
1988	4 262 738	847 613	789 763	182 076	111 272	496 416	57 849	3 415 125	3 368 912	46 213
1989	5 762 566	809 969	729 216	181 115	96 477	451 623	80 753	4 952 598	4 843 881	108 717
1990	6 712 827	764 474	704 692	223 512	86 203	394 976	59 782	5 948 354	5 788 586	159 768
1991	7 545 752	1 412 244	706 122	238 763	87 397	379 962	706 122	6 133 509	6 003 234	130 275
1992	6 774 800	811 163	727 447	278 409	99 342	349 696	83 717	5 963 637	5 814 277	149 360
1993	6 804 214	877 406	791 184	324 885	106 965	359 335	86 221	5 926 809	5 855 553	71 255
1994	7 322 358	875 818	778 997	337 677	119 229	322 091	96 821	6 446 540	6 380 635	65 905
1995	7 700 615	1 020 720	886 429	359 370	140 502	386 557	134 291	6 679 895	6 606 589	73 306
1996	8 440 981	1 068 172	942 811	386 570	169 664	386 578	125 361	7 372 809	7 340 825	31 984
1997	9 142 783	1 074 968	994 771	385 290	208 560	400 921	80 197	8 067 815	8 026 198	41 617
Out./98	9 713 184	1 096 934	1 023 896	377 220	196 533	450 143	73 038	8 616 250	8 570 614	45 636

Fonte: Banco Central del Uruguay (1998), p. 31.

Nota: ¹Se consideram depósitos do Banco Hipotecário, empresas públicas e casas de câmbio. Inclui Banco Central, Banco da República e bancos privados.

TABELA A.36
Crédito Doméstico do Sistema Financeiro Uruguaio – 1990/1998¹

(Em US\$ milhões)

Ano	Total	Setor Público	Setor Privado				
			Total	Em Moeda Nacional	Em Moeda Estrangeira		
					Total	Residentes	Não-Residentes
1990	6 134 909	1 376 815	4 758 095	1 981 138	2 776 956	2 234 116	542 840
1991	5 878 516	1 026 168	4 852 349	2 135 708	2 716 641	2 141 085	575 556
1992	6 357 710	1 051 138	5 306 572	2 268 362	3 038 210	2 442 863	595 347
1993	7 273 622	1 142 518	6 131 103	2 693 883	3 437 220	2 795 611	641 609
1994	8 366 006	1 346 017	7 019 989	3 080 299	3 939 691	3 321 440	618 251
1995	9 611 192	1 258 588	8 352 604	3 508 203	4 844 401	4 238 354	606 048
1996	9 994 511	1 061 300	8 933 211	3 572 304	5 360 907	4 671 737	689 169
1997	10 677 194	792 758	9 884 437	3 668 983	6 215 454	5 365 194	850 260
Out./98	10 863 640	357 560	10 506 080	3 671 985	6 834 095	5 900 946	933 149
Distribuição (%)							
1990	100,0	22,4	77,6	32,3	45,3	36,4	8,8
1991	100,0	17,5	82,5	36,3	46,2	36,4	9,8
1992	100,0	16,5	83,5	35,7	47,8	38,4	9,4
1993	100,0	15,7	84,3	37,0	47,3	38,4	8,8
1994	100,0	16,1	83,9	36,8	47,1	39,7	7,4
1995	100,0	13,1	86,9	36,5	50,4	44,1	6,3
1996	100,0	10,6	89,4	35,7	53,6	46,7	6,9
1997	100,0	7,4	92,6	34,4	58,2	50,2	8,0
Out./98	100,0	3,3	96,7	33,8	62,9	54,3	8,6

Fonte: Elaboração do autor a partir de dados de: Banco Central del Uruguay (1998), p. 45. Inclui Banco Central del Uruguay, Banco da República, Banco Hipotecário, bancos privados e cooperativas de poupança e crédito.

Nota: ¹Saldos em dezembro de cada ano.

TABELA A.37
Taxas de Juros Médias Anuais e Inflação no Uruguai¹ – 1991/1998

Ano	Taxa Bás. Mercado Interbancário	Taxas Ativas ²				Taxas Passivas ³						Taxas Reais em Pesos				
		Moeda Nacional Pr. Fixo até 6 meses		Moeda Estrangeira Comerciais		Moeda Nacional			Moeda Estrangeira		Inflação (%) Anual		Empréstimos		Depósitos	
		Normal	Prefer.	Normal	Prefer.	De 1 a 6 Meses	Mais de 1 Ano	Cader-neta de Poup.	De 1 a 6 Meses	à Vista	IPC	IPA	IPC	IPA	IPC	IPA
1991	nd	152,90	104,90	12,20	10,10	75,20	73,60	30,00	4,90	3,40	102,00	87,60	25,20	34,81	-13,27	-6,61
1992	nd	117,77	74,70	11,80	8,10	54,47	50,10	24,52	3,42	2,20	68,42	58,32	29,30	37,55	-8,28	-2,43
1993	nd	97,33	60,90	11,17	6,60	39,38	42,70	17,18	3,09	1,80	54,12	33,37	28,04	47,96	-9,56	4,51
1994	39,82	95,08	59,70	11,68	7,50	36,98	-	16,12	3,45	1,60	44,75	34,21	34,77	45,36	-5,36	2,07
1995	36,81	99,10	61,70	13,83	9,00	38,24	49,30	15,98	4,56	1,70	42,25	37,72	39,97	44,57	-2,82	0,38
1996	28,47	91,52	48,20	13,14	8,50	28,13	31,00	15,00	4,84	1,70	28,34	25,02	49,23	53,19	-0,16	2,48
1997	23,43	71,55	39,20	12,67	8,50	19,61	21,10	11,50	4,85	1,70	19,82	16,37	43,17	47,42	-0,18	2,79
1998	20,48	57,93	nd	12,42	nd	15,09	nd	7,15	4,92	nd	580,92	330,87	-76,81	-63,35	-83,10	-73,29

Fonte: Elaboração do autor a partir de dados de: Taxa Básica: IFS, abril/1999; Taxas Ativas 1991-97: Banco Central del Uruguay (1998), p. 50; Taxas Ativas 1998: IFS, abril/1999; Taxas Passivas 1991-97: Banco Central del Uruguay (1998), p. 50; Taxas Passivas 1998: IFS, abril/1999; IPC: IFS, abril/1999; IPA: IFS, abril/1999.

Notas: ¹Média aritmética das taxas de juros mais frequentes das cinco instituições bancárias mais representativas (em julho de 1978) em cada instrumento financeiro. As taxas resultantes se referem à média de cada período.

²Taxas mais frequentes ao fim do mês.

³Taxas mais frequentes contratadas nos últimos três dias de cada mês.

TABELA A.37a
Taxas de Juros Ativas por Setores de Atividade¹ – 1991/1998

Ano	Ind. Manufatureira		Comércio – Var. e Atac.		Famílias	
	Moeda Nacional	Moeda Estrangeira	Moeda Nacional	Moeda Estrangeira	Moeda Nacional	Moeda Estrangeira
1991	101,8	8,31	115,0	9,13	139,6	10,19
1992	70,4	7,88	77,8	8,65	98,1	9,50
1993	71,1	7,39	82,9	8,17	110,1	12,12
1994	82,2	9,74	87,7	10,45	103,9	12,96
1995	57,5	9,75	67,5	10,62	102,4	13,74
1996 ²	52,0	9,25	62,6	10,68	93,8	14,22
1997	37,0	9,34	42,4	10,78	75,6	14,97
Nov./98	39,6	9,90	46,4	11,18	64,0	15,09

Fonte: Banco Central del Uruguay (1998), p. 51.

Nota: ¹Taxas efetivas anuais, média ponderada ao fim de cada período, do total de instituições bancárias privadas.

²Valores do último trimestre do ano.

TABELA A.38
Produto Interno Bruto – 1989/1997

Ano	PIB a Preço de Mercado	
	Em Pesos	Em US\$
1989	4 839,30	7 992
1990	9 784,00	8 355
1991	20 271,30	10 041
1992	35 868,00	11 858
1993	54 514,00	13 832
1994	82 111,00	16 279
1995	114 572,00	18 046
1996	152 449,00	19 124
1997	188 529,00	19 967

Fonte: IFS, abril/1999.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAPP, Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada. *Informações Estatísticas Consolidadas*, www.abrapp.org.br, 1998.
- ALMEIDA, J. S. G. de. Instabilidade da Economia e Estrutura Financeira das Empresas no Brasil do Ajustamento Recessivo. *Texto para Discussão IEI/UFRJ* nº 178, out. 1988.
- ANAPP, Associação Nacional das Entidades Abertas de Previdência Privada. Mercado de Previdência Privada Aberta – *Dados do Setor de Previdência Privada Aberta*. <http://www.anapp.com.br>, 1998.
- ANDIMA, Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. Reestruturação do SFN (Sistema Financeiro Nacional): uma análise do período 1994/1997, In: *Retrospectiva 1997*. Rio de Janeiro: Andima, 1998.
- _____. *Brazil for Foreign Investors*. Rio de Janeiro: Andima, 1998a.
- _____. *Retrospectiva do Sistema Financeiro*. Rio de Janeiro: Andima, 1998b.
- ARAÚJO JR., J. T. de. *Tecnologia, Concorrência e Mudança Estrutural: a experiência brasileira recente*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1985.
- ARONOVICH, S. *Os Fatores Determinantes do Custo de Captação Externa por meio de 'Bonds': elementos teóricos e consideração sobre a experiência de Argentina, Brasil e México*. 1997. mimeo
- BACEN, Banco Central do Brasil. *Setor Externo e Desenvolvimento da Economia Brasileira*, Boletim Estatístico, Anexo Especial II, janeiro, 1973.
- _____. *Boletim do Banco Central do Brasil*, jul. 1996.
- _____. *Relatório Anual*, 1997.
- _____. *Suplementos Estatísticos*, In: www.bcb.gov.br, 1998a.
- _____. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 1998b.
- _____. *Regulamentação Prudencial*, In: www.bcb.gov.br/https/fiscban/regulame.htm, 1998c.
- _____. *Instrumentos Utilizados para a Estabilidade do Sistema Financeiro*, In: www.bcb.gov.br/https/fiscban/instrumen.htm, 1998d.
- _____. *Contabilidade*. In: www.bcb.gov.br/https/contabil.htm, 1998e.
- BAER, M. *Sistema Financeiro Internacional: oportunidades e restrições para o financiamento do desenvolvimento*. 1994. mimeo
- BAER, H. L. e MOTE, L. R. The United States Financial System, In: G. Kaufman (ed.). *Banking Structures in Major Countries*. Boston: Klumer Academic Publishers, 1992.
- BANRISUL. *Cenários, Diagnósticos e Perspectivas*. Elaborado pelo Departamento de Planejamento e Marketing do BANRISUL. 1995. mimeo
- BARINGS SECURITIES. *The Financial Silk Road ... A Fifth Wave of Global Money*, dois volumes, 1995. mimeo
- BAUMOL, W. J.; PANZAR, J. C. e WILLIG, R. D. *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*. New York: Harcourt Brace, 1982.

BCP, BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY. *Ley de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito*. Lei nº 861/96, de 24/07/1996. Via Internet, 1996a.

_____. *Informe de Gestión 1996 - Política Financiera*. Via Internet, 1996b.

_____. *Estadísticas Económicas*. 1997a.

_____. *Memoria 1997*. Via Internet, 1997b.

_____. *Estadísticas Económicas*. 2º trimestre, 1998a.

_____. *Paraguay: Informe Económico Preliminar Año 1998*, 1998b.

BCRA, Banco Central de la República Argentina. *Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria*. Decreto 445/95, obtido via Internet, site do BCRA de 28 de março, 1995.

_____. *Boletín Monetario y Financiero*, ene./mar. 1997.

_____. *Informe al Congreso de la Nación*. V. I e II, 1998a.

_____. *Principales Características del Marco Normativo del Sistema Financiero Argentino*. Área de Economía y Finanzas, 1998b.

_____. *Carta Orgánica del BCRA*. 1998c. (via Internet, site do BCRA).

_____. *Sistema de Seguro de Garantía de los Depósitos Bancarios*. 1998d. (via Internet, site do BCRA).

_____. *Ley de Entidades Financieras*. 1998e. (via Internet, site do BCRA).

_____. *Información de Entidades Financieras*. Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias. 1998f.

_____. *Comunicado de Prensa nº 32 794*, 12/11/98. 1998g. (via Internet, site do BCRA).

_____. *Boletín Monetario y Financiero*, 1998h.

BCU, Banco Central del Uruguay. *Boletín Estadístico*, 1998a.

_____. *Boletín Estadístico*, 1998b.

BECK, T. R. LEVINE e N. LOYAZA. *Finance and Sources of Growth*, World Bank, 1999. mimeo

BIS, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Recent Innovations in International Banking*, Apr. 1986. mimeo

_____. *International Banking and Financial Market Developments*, vários números desde maio de 1992.

_____. *62nd Annual Report*. Basileia, jun. 1992.

_____. *63rd Annual Report*. Basileia, jun. 1993.

_____. *64th Annual Report*. Basileia, jun. 1994.

_____. *65th Annual Report*. Basileia, jun. 1995.

_____. *66th Annual Report*. Basileia, 1996a.

_____. *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Markets Activity*. Basileia, 1996b.

- _____. *67th Annual Report*. Basileia, jun. 1997.
- BNDES. *Relatório Mercado Internacional*, AF/DECAP/GEROM, n. 14, ano 4, jan. 1997.
- BURDISSO, T.; AMATO, L. D'; MOLINARI, A. *Privatización de Bancos en Argentina: el camino hacia una banca más eficiente?* BCRA, Gerencia de Investigación, abr. 1998.
- CARGILL, T. *Money, the Financial System and Monetary Policy*. Prentice-Hall, 1983.
- CARVALHO, F. J. CARDIM de. Sistema Financeiro Internacional: tendências e perspectivas. *Texto para Discussão IE-UFRJ* n.º 395, jul. 1997.
- CASAS, Juan C. *Um Novo Caminho para a América Latina*. Rio de Janeiro: Record, 1993.
- CINTRA, M. A. M. e FREITAS, M. C. P. de. *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: FAPESP/FUNDAP, 1998.
- CNV, Comisión Nacional de Valores. *Revista da CNV*, jul. 1998. (via Internet, site da CNV).
- COUTINHO, L. O Desenho de um Novo Modelo de Financiamento para a América Latina, texto apresentado ao Seminário *Fundos de Pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina*. São Paulo, 24 e 25 de abril, 1997.
- CVM, Comissão de Valores Mobiliários. *Relatórios Anuais*, diversos números.
- CRUZ, P. D. Notas sobre o Endividamento Externo Brasileiro nos Anos Setenta, In: L. G. Belluzzo e R. Coutinho. *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, v. 2. São Paulo: Brasiliense, 1983.
- _____. *Dívida Externa e Política Econômica*. São Paulo: Brasiliense, 1984.
- DA COSTA, F. N. Fundos de Pensão e Financiamento do Desenvolvimento. Texto apresentado ao Seminário *Fundos de Pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina*. São Paulo, 24 e 25 de abril, 1997.
- EDEY, M. e HVIDING, K. An Assessment of Financial Reform in OECD Countries. In: *OECD Working Papers* n.º 154, 1995.
- FANNELLI, J. M. e MACHINEA, J. L. O Movimento de Capitais na Argentina, In: Ffrench-Davis, R e Griffith-Jones, S. *Os Fluxos Financeiros na América Latina*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.
- FEENEY, P. W. *Securitization: redefining the bank*. The Money and Banking Series (Gen. Ed. Hohn R. Presley). New York: St. Martins Press, 1994.
- FFRENCH-DAVIS, R. e GRIFFITI-JONES, S. (org). *Os Fluxos Financeiros na América Latina – um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.
- FRY, M. J. *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, 2nd edition. Baltimore and London: Johns Hopkins, 1995.
- FRANKLIN, R. E. Financial Markets in Transition – or the Decline of Commercial Banking, In: Federal Reserve Bank of Kansas: *Changing Capital Markets: implications for monetary policy*. Anais de Simpósio em Jackson Hole, Wyoming, 19 a 21 de agosto, 1993.
- HELLEINER, E. *States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca and London: Cornell University Press, 1994.

- HERMANN, J. O Modelo de Racionamento de Crédito e a Política Monetária Novo-Keynesiana: uma análise crítica. *Revista de Economia Política*, v. 20, n. 78, abr./jun. 2000.
- _____. Financiamento de Investimento no Brasil, 1997. mimeo
- _____. Risco Sistêmico nos Sistemas Financeiros Modernos: Interpretação Teórica e Análise dos Mecanismos de Controle. *Revista Brasileira de Economia (RBE)*, v. 52, n. 3, p. 463-494, jul./set. 1998.
- HOLZ, Eva. *La Integración de los Sistemas Bancarios*. Fundación de Cultura Universitaria, 1997.
- HULL, J. *Introdução aos Mercados Futuros e de Opções*. São Paulo: BM&F e Cultura Editores Associados, 1991.
- IBGE/ANDIMA. *Sistema Financeiro Brasileiro: uma análise sob a ótica das contas nacionais*. Rio de Janeiro: IBGE/ANDIMA, 1997.
- IESP/FUNDAP. Evolução e Impasses do Crédito. In: *Relatórios de Pesquisa nº 4*. São Paulo, ago. 1988.
- _____. Estratégias e Padrão de Rentabilidade dos Bancos Múltiplos Privados: 1988/92, In: *O Novo Formato Institucional do Sistema Financeiro Brasileiro*. Relatório 1, 1993.
- IIF, Institute of International Finance. *Capital Flows to Emerging, Market Economies*. www.iif.org, Apr. 25, 1999.
- IMF, International Monetary Fund. *International Capital Markets: development, prospects and policy issues*, World Economic and Financial Surveys. Washington, D.C.: Sept. 1994.
- _____. *International Financial Statistics (IFS)*, Dec. 1998.
- _____. Paraguay: Recent Economic Developments (prepared by J. M. Bailén, B. Brauman and J. C. Jaramilo). *IMF Staff Country Report nº 99/10*. Washington, D.C.: Feb. 1999.
- IPEA/CEPAL. *O Plano Real e Outras Experiências de Estabilização*. Brasília: IPEA/CEPAL, 1997.
- KAUFMAN (ed.). *Banking Structures in Major Countries*. Boston: Klumer Academic Publishers, 1992.
- KEYNES, J. M. *A Treatise on Money*, v. I. London: MacMillan, 1979.
- _____. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo, Nova Cultural, 1985.
- KIDWELL, D. S.; PETERSON, R.L e BLACKWELL, D. W. *Financial Institutions, Markets and Money*. New York e outras capitais: The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, 1997.
- KREGEL, Jan. The Past and Future of Banks. Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi: *Quaderni di Ricerche* n. 21, Mar. 1998.
- KRUGMAN, P. R. e OBSTFELD, M. *International Economics* (fourth ed.). New York: Addison-Wesley, 1996.
- LEES, F. A. , BOTTS, J. M. e CYSNE, R. P. *Banking Financial Deepening in Brazil*. New York: St. Martin's Press, 1990.
- LEMGRUBER, A. C. *Uma Análise Quantitativa do Sistema Financeiro no Brasil*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1978.
-

- LLEWELLYN, D. Competition, Diversification and Structural Change in the British Financial System, In: G. Kaufman, (ed.). *Banking Structures in Major Countries*. Boston: Klumer Academic Publishers, 1992.
- LOPETEGUI, G. E. Regulación y Supervisión de Liquidez. *BCRA – Nota Técnica nº 3*, ene. 1996. (via Internet, *site do BCRA*).
- MACCHI, Beltrán. Regulación y Supervisión de la Banca en Paraguay, In: Held. G. e R. Szalchman, *Regulación y Supervisión de la Banca: experiencia en America Latina y Caribe*, v.2, CEPAL/PNUD, 1992.
- MACHINEA, J. L. *Uma Reflexão a Meio Caminho: dois anos de conversibilidade*. IPEA/CEPAL, 1997.
- MENDONÇA DE BARROS, J. R. e M. F. DE ALMEIDA JR. *Análise do Ajuste do Sistema Financeiro no Brasil*. Secretaria de Política Econômica, Ministério da Fazenda, 1997. mimeo
- MCKINNON, R. I. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institute, 1973.
- MINIPLAN, Ministério de Planejamento e Coordenação Geral. Mercado de Capitais Brasileiro, *Documentos EPEA*, n. 2, 1965.
- MINSKY, H. P. *Can It Happen Again?* Armonk: M. E. Sharpe, 1982.
- _____. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale Univ. Press, 1986.
- MONTORO FILHO, A. F. *Moeda e Sistema Financeiro no Brasil*. IPEA/PNPE, 1982.
- POZDENA, R. J. e ALEXANDER, V. Bank Structure in West Germany, In: G. Kaufman (ed.). *Banking Structures in Major Countries*. Boston: Klumer Academic Publishers, 1992.
- PRATES, D. M. *Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: a economia brasileira na década de 1990*. Dissertação de Mestrado, UNICAMP, 1997. mimeo
- PROCHNIK, M. Fontes de Recursos do BNDES. *Revista do BNDES*, v. 2, nº 4, p. 143-180, dez. 1995.
- RABELO, F. M. Fundos de Pensão, Mercados de Capitais e Corporate Governance: lições para os mercados emergentes. Texto apresentado ao Seminário *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*. São Paulo, 24 e 25 de abril, 1997.
- RIVAS, C. Reforma al Sistema Financiero y Regulación de Conglomerados Financieros en Argentina. CEPAL, *Série Financiamiento del desarrollo*, jul. 1997.
- SANTOS, J. A. C. Commercial Banks in the Securities Business: a review. *BIS (Bank for International Settlements)*, *Working Papers* nº 56, June, 1998.
- SEPLAN-SEAIN - Secretaria de Assuntos Internacionais da Secretaria de Planejamento, Orçamento e Coordenação. *Manual de Financiamentos Externos*. Brasília, 1994.
- SHAW, E. S. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University, 1973.
- SIMONSEN, M. H. *Inflação: gradualismo x tratamento de choque*. Rio de Janeiro: APEC, 1970.
-

- STIGLITZ, J. The Role of the State in Financial Markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*. Washington, D.C.: The World Bank, 1994, p. 19-52
- STUDART, R. Fluxos de Capital: Questões Teóricas Face a uma Conjuntura Internacional Adversa, IE-UFRJ, 1994. (Texto para Discussão n. 354).
- _____. *Investment Finance in Economic Development*. London: Routledge, 1995.
- _____. The Efficiency of the Financial System, Liberalisation and Economic Development, *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 1995, v.18, n.2, p. 265-289, 1995/1996.
- _____. *Financial Policies, Growth and Distribution: a comparison between Latin America and East Asia*, 1996. mimeo
- _____. *Estado, Mercado e o Financiamento do Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: IE / UFRJ, 1997a. (Texto para Discussão n.390).
- _____. Instituições Financeiras de Desenvolvimento: mais uma vez no centro das atenções. *Revista Rumos do Desenvolvimento*, n. 131, p. 41-43, 1997b.
- _____. *Estado, Mercados e Financiamentos do Desenvolvimento*, 1997c. mimeo
- TAVARES, M. da C. *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar, 1979.
- THE ECONOMIST. *Banking in Emerging Markets*, Apr. 12, 1997.
- _____. *Other People's Money: a survey of Wall Street*, Apr. 15th-21st, 1995.
- UNCTAD. *Trade and Development Report 1996*, Genebra e N. York: Nações Unidas, 1996.
- UTHOOF, A. Promoção de Poupança e os Sistemas de Previdência, texto apresentado ao Seminário *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*. São Paulo, 24 e 25 de abril, 1997.
- WILLIAMSON, J. *A Economia Aberta e a Economia Mundial*. Rio de Janeiro: Campus, 1989.
- ZINI, A. *Capital Flows, Monetary Instability and Financial Sector Reform in Brazil*, 1994. mimeo
- ZYSMAN, J. *Governments, Markets and Growth*. London: Cornell University Press, 1983.
-

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)