

A Abertura dos Sistemas Financeiros Latino-Americanos e o Financiamento do Desenvolvimento

*Marcos Antonio Macedo Cintra**

RESUMO

Este artigo realiza uma breve discussão sobre a evolução dos sistemas financeiros dos principais países latino-americanos após a implementação dos programas de estabilização econômica associados aos processos de desregulamentação financeira e ao retorno dos fluxos de capitais voluntários para os países da região nos anos 90. Procura mostrar que neste período predomina a entrada de bancos estrangeiros nos mercados nacionais; os investimentos de portfólio nos mercados de capitais domésticos; e a emissão de bônus, ações e recibos de depósitos de ações no mercado internacional. Além disso, defende que essa inserção financeira não é suficiente para permitir a retomada do crescimento econômico sustentado na maioria dos países da região.

ABSTRACT

This paper presents a brief discussion on the evolution of financial systems in major Latin American countries after the implementation of economic stabilisation plans associated with financial deregulation procedures and the voluntary re-inflow of international capital to those countries in the 90s. It is also shown that this period is markedly characterised by: entrance of foreign banks into national markets; portfolio investments in national capital markets; and issue of bonds, stocks and depository receipt (ADR and GDR) in the international market. Moreover, it supports that this kind of financial insertion is not enough to allow a sustained economic recovery in most in most Latin American countries.

É sabido que os sistemas financeiros dos países latino-americanos são dominados pelos sistemas bancários, e os depósitos e os créditos tendem a se concentrar no curto prazo. Nos anos 80, o desenvolvimento e a expansão financeira foram condicionados essencialmente pela restrição externa e pelos processos de inflação crônica em vários países da região (Argentina, Brasil, México e Uruguai). A crise da dívida externa levou a um processo de concentração e/ou desnacionalização dos sistemas financeiros na maioria das nações latino-americanas, sendo que os remanescentes procuraram se adaptar a um contexto de baixas taxas de crescimento econômico e elevados patamares de inflação, com diversos graus de inserção financeira externa. Nesse contexto, observou-se o desenvolvimento das seguintes atividades:

* Doutor em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas e pesquisador da Fundap - Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo/Diretoria de Economia do Setor Público. E-mail: mcintra@fundap.sp.gov.br

- a) a intermediação de títulos públicos – dadas as crescentes necessidades de financiamento do setor público face ao seu desajuste financeiro-fiscal – absorveu parte significativa das atividades bancárias, dando origem a um mercado monetário relativamente importante em alguns países, sobretudo no Brasil;
- b) a expansão do comércio exterior, especialmente das exportações, aumentou as atividades relacionadas com seu financiamento e as operações cambiais. As operações de câmbio foram ampliadas por movimentos financeiros naqueles países com ampla liberdade na conta de capitais do balanço de pagamentos, como o Uruguai;
- c) a proliferação de inovações financeiras para proteger os agentes econômicos dos riscos associados a uma elevada instabilidade de preços, fundamentalmente os mecanismos de hedge, opções e futuros de câmbio, de taxas de juros e de índices de preços. A expansão desses instrumentos foi mais acentuada nos países que apresentaram elevadas taxas de inflação, com práticas de indexação abrangentes, mas que não incorreram em processos hiperinflacionários explícitos (Brasil). Nos países em que houve hiperinflações, como a Argentina, os limites da indexação, cuja imperfeição aumenta em situações de inflação descontrolada, e a própria desconfiança de que os contratos não fossem cumpridos determinaram uma importante dolarização do sistema financeiro. No Uruguai, não ocorreu um processo hiperinflacionário. A elevada dolarização derivou da ruptura dos contratos nos anos 70, durante a crise do processo de liberalização financeira, e do papel que a praça financeira uruguaia passou a exercer como refúgio para capitais em fuga, em períodos de crise nos países circunvizinhos;
- d) a dolarização do crédito ao consumo e do crédito hipotecário, transferindo o risco cambial dos agentes financeiros ao tomador final (Uruguai e Argentina).

Porém, a elevada rentabilidade alcançada em alguns sistemas financeiros nos anos 80 e sua expansão nesse período, mesmo em países com elevadas taxas de inflação, como o Brasil, derivaram do float de recursos no sistema financeiro, sobretudo nos bancos de varejo, com uma ampla rede de agências, permitindo que se apropriassem de uma parte significativa do imposto inflacionário (BAER, 1996).

Com relação aos mecanismos de financiamento de longo prazo associados à expansão dos investimentos para a ampliação da capacidade produtiva e da infra-estrutura econômica, dilataram-se as deficiências anteriores. De modo geral, a demanda por esse tipo de financiamento diminuiu substancialmente com os programas de ajuste da dívida externa e a retração da taxa de investimento. Esse segmento do mercado de crédito continuou fundamentalmente de responsabilidade pública, ainda mais no novo contexto de maior instabilidade de preços e maiores riscos financeiros, que tornava esse tipo de operações pouco atrativo aos agentes privados. Na verdade, em alguns países houve um retrocesso, isto é, órgãos públicos especializados nessa forma de financiamento restringiram a abrangência de suas operações (Nafinsa no México) ou foram extintos (Argentina). No Brasil, embora os créditos de fomento também tenham diminuído drasticamente – sobretudo aqueles direcionados aos setores agrícola e imobiliário, através do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, respectivamente, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) manteve os programas de financiamento de longo prazo para investimentos industriais. No Chile, a partir de uma ampla reforma financeira, abrangendo o sistema previdenciário, criou-se um sistema de aposentadorias complementar (fundos de pensão) administrado pelo setor privado (BRAGA, CINTRA e DAIN, 1995).

Os mercados de capitais latino-americanos não se desenvolveram de maneira significativa, permanecendo pouco profundos e com forte concentração de investidores. A negociação ativa concentrou-se em poucas grandes empresas, sobretudo estatais. Assim, não é surpreendente que a maioria dos mercados de capitais latino-americanos seja altamente volátil: uma venda substancial de algumas dessas poucas ações líquidas desencadeia um efeito dramático no índice da bolsa. O desenvolvimento desses mercados continuou restrito pela estrutura empresarial predominantemente familiar, cujos controladores resistem à abertura de capital e a uma administração mais profissional e transparente. Inclusive, as filiais

de grandes empresas transnacionais operaram como instituições de capital fechado, dada a limitada capacidade de captação de recursos no mercado de capitais. As bolsas de valores continuaram percebidas mais como cassinos que como fontes estáveis de capitais.

Independentemente da situação macroeconômica, o início dos anos 90 foi caracterizado pela notável recuperação dos influxos de capitais privados para os países da América Latina. Assim, a restrição externa foi aliviada, condicionando mudanças nas experiências de estabilização, bem como na inserção financeira internacional desses países. A questão central para o debate é: em que medida essa nova inserção permitiu o desenvolvimento de uma sólida base de financiamento interna nos países da região?

O impacto da abertura financeira e da absorção de recursos externos sobre os sistemas financeiros latino-americanos não foi homogêneo e dependeu da interação de vários fatores. Além da composição dos fluxos de capitais (investimento direto ou de portfólio, títulos de dívida direta ou ações) e da estrutura prévia dos sistemas financeiros domésticos, um elemento fundamental foi a resposta da política econômica, delimitando tanto o grau da abertura como a gestão macroeconômica, o que resultou em diferentes graus de receptividade ao ingresso de recursos externos. Por exemplo, o México, a Argentina e o Uruguai optaram por uma abertura financeira ampla; enquanto o Brasil, o Chile e a Colômbia mantiveram alguns instrumentos de controle de ingresso dos capitais externos, a despeito de uma crescente flexibilização no final da década de 90.

De modo geral, apreende-se que, embora o investimento estrangeiro direto tenha crescido nesse período, sua importância relativa no fluxo total foi menor. A maior parte do capital externo se destinou a investimentos de portfólio, aplicações de renda fixa e financiamento de comércio exterior. Cabe salientar que tanto os investimentos de portfólio, feitos essencialmente através de fundos de investimento estrangeiros, quanto o financiamento ao comércio exterior tendem a ser operações de curto prazo. Além disso, os fluxos de capitais para os mercados emergentes, seja para o mercado de títulos de renda fixa, seja para o mercado de renda variável, permaneceram muito voláteis (tabela 1). Qualquer desconfiança dos investidores globais, e os capitais refluem para os principais mercados internacionais, sobretudo para os títulos da dívida pública americana.

TABELA 1 - FLUXO LÍQUIDO DE CAPITAIS PRIVADOS PARA OS PAÍSES EMERGENTES, AMÉRICA LATINA E BRASIL - 1990-1998

DISCRIMINAÇÃO	US\$ BILHÕES									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Total Mercados Emergentes	47,7	123,8	119,3	181,9	152,8	193,3	212,1	149,2	64,3	
Investimento Estrangeiro Direto	18,4	31,3	35,5	56,8	82,6	96,7	115,0	140,0	131,3	
Portfólio	17,4	36,9	51,1	113,6	105,6	41,2	80,8	66,8	36,7	
Empréstimos Bancários e Outros	11,9	55,6	32,7	11,5	-35,5	55,4	16,3	-57,6	-103,3	
Total América Latina	13,7	24,1	55,9	62,6	47,5	38,3	82,0	87,3	69,0	
Investimento Estrangeiro Direto	6,7	11,3	13,9	12,0	24,9	26,0	39,3	50,6	54,1	
Portfólio	17,5	14,7	30,3	61,1	60,8	1,7	40,0	39,7	33,0	
Empréstimos Bancários e Outros	-10,5	-2,0	11,7	-10,6	-38,2	10,6	2,7	-3,1	-18,1	
Brasil	8,1	3,1	14,1	12,0	10,0	33,1	35,2	20,5	17,1	
Investimento Estrangeiro Direto	0,3	0,1	1,9	0,8	2,0	2,8	10,0	15,5	25,2	
Portfólio	0,5	3,8	14,5	12,3	51,1	11,7	21,4	10,5	17,5	
Empréstimos Bancários e Outros	7,3	-0,8	-2,3	-1,2	-43,2	18,6	3,8	-5,5	-25,4	
Variação nas Reservas Internacionais										
Mercados Emergentes	66,1	75,1	31,5	83,9	90,9	123,1	101,1	59,2	58,3	
América Latina	14,7	18,0	23,0	20,2	-4,3	24,8	26,2	13,5	-9,9	
Brasil	-0,1	0,6	14,5	8,1	6,5	12,6	8,6	-7,5	-8,2	
Conta Corrente										
Mercados Emergentes	-27,2	-79,0	-69,7	-107,2	-69,7	-96,0	-92,5	-91,8	-53,6	
América Latina	-1,0	-16,9	-34,5	-45,7	-50,9	-35,9	-39,0	-65,1	-89,5	
Brasil	-3,8	-1,4	6,1	-0,6	-1,7	-18,0	-23,1	-33,3	-34,9	
Fluxo Privado em % do PIB										
Mercados Emergentes	0,8	2,0	2,5	3,5	2,7	3,0	3,0	2,0	0,9	
América Latina	1,2	2,0	4,4	4,4	3,0	2,3	4,5	4,3	3,4	
Brasil	1,8	0,8	3,6	2,7	1,8	4,7	4,5	2,6	2,2	

FONTE: ADAMS et al. (1999, p. 92-93)

Esse tipo de inserção financeira exigiu que os países da América Latina adaptassem seu marco regulatório às novas tendências no mercado financeiro internacional. Os países que ainda não haviam liberalizado as operações financeiras externas, o fizeram no início dos anos 90. Ampliou-se a mobilidade dos fundos estrangeiros em suas aplicações nos mercados de capitais e de renda fixa e regulamentou-se a captação de recursos externos através da colocação de commercial papers, export-notes, American Depositary Receipts, etc. (tabela 2). Alguns países (Argentina, México e Uruguai) ampliaram ainda mais suas relações financeiras com o exterior, passando a permitir a detenção, por residentes, de contas em moeda estrangeira no mercado interno. Outros estimularam investimentos de agentes nacionais no exterior, com destaque para o Chile, que passou a exportar o "excedente" da poupança financeira acumulada pelos fundos de pensão privados.

TABELA 2 - EMISSÃO DE BÔNUS, AÇÕES E EMPRÉSTIMOS PELOS PAÍSES LATINO-AMERICANOS - 1991-1998

DISCRIMINAÇÃO	US\$ MILHÕES							
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 ⁽¹⁾
Bônus ⁽²⁾	7 085	12 933	28 794	17 990	23 071	47 157	54 165	23 439
Ações	3 891	3 876	6 022	4 604	962	3 661	5 102	74
Empréstimos ⁽³⁾	8 576	4 998	3 554	6 394	7 711	18 674	26 202	2 788
Empréstimos Sindicalizados ⁽⁴⁾	3 348	4 562	6 309	3 516	12 131	12 304	30 853	7 452
Renda Fixa ⁽⁵⁾	5 570	8 890	30 776	11 432	12 627	10 878	4 415	2 500
Outros Renda Fixa ⁽⁶⁾	40	95	128	73	0	0	25	0
TOTAL	28 510	35 354	75 583	44 009	56 502	92 674	120 762	36 253

FONTE: ADAMS et al. (1998, p. 26-27)

(1) Até maio de 1998.

(2) Inclui a emissão de Euro medium-term note (EMTN).

(3) Inclui bridge facilities, export/supplier/acceptance/buyer credits, revolving credits e overdraft facilities.

(4) Inclui mezzanine e tax-spared loans.

(5) Inclui note issuance facilities, commercial paper e certificados de depósitos.

(6) Inclui certificados de depósitos.

É digna de nota a velocidade com que se procedeu à adaptação do arcabouço regulatório dessa nova etapa de inserção financeira internacional da maioria dos países latino-americanos, a despeito das experiências negativas de liberalização no Cone Sul, entre 1974 e 1982 (CINTRA, 1999). Nesse aspecto, não se devem subestimar os interesses de segmentos nacionais por tal forma de inserção financeira, pois grande parte do influxo de recursos correspondeu a capitais repatriados.¹ À medida em que aumentava o diferencial entre as taxas de juros dos mercados financeiros internacionais e dos países latino-americanos e, além disso, abriam-se possibilidades de ganhos de capital com os processos de privatização, alguns setores nacionais tinham interesses em uma liberalização financeira e maior mobilidade dos capitais, pois viabilizariam o repatriamento de seus recursos como capitais estrangeiros, garantindo-lhes simultaneamente mobilidade e anonimato, aspecto importante face às incertezas quanto à sustentabilidade do modelo de desenvolvimento adotado (BAER, 1996).

Porém, o fator decisivo para o renascimento dos fluxos de capitais privados, canalizados por intermédio dos novos mercados financeiros diretos, para os países latino-americanos, foi sem dúvida a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária, ocorrida nos países desenvolvidos entre o final dos anos 80 e os primeiros anos da década de 90. Os bancos centrais, sobretudo do Japão e dos Estados Unidos, promoveram acentuadas reduções nas taxas de juros, objetivando possibilitar a digestão dos desequilíbrios patrimoniais e mitigar o peso dos serviços das dívidas sobre as empresas, bancos e famílias. Nesse contexto, os administradores de riqueza líquida – fundos de pensão, seguradoras, fundos mútuos, hedge funds – deslocaram uma fração marginal, mas significativa, desse capital para a América Latina, uma vez que ofereciam taxas de juros mais elevadas ou apresentavam perspectivas de altos ganhos de capitais (BELLUZZO, 1997).

¹ Estima-se que haja entre US\$ 50 e US\$ 100 bilhões de brasileiros depositados no exterior (PAINEL S/A. **Folha de São Paulo**, 12 set. 1999, p. 2-2).

Assim, a um estado quase depressivo dos mercados de qualidade e a uma situação de sobreliquidez financeira, causada por um período relativamente prolongado de taxas de juros baixas, agregou-se um quadro, nos "mercados emergentes", de estoques de ações depreciados, governos fortemente endividados e proprietários de empresas públicas privatizáveis distribuídas por vários setores da economia, além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e da manutenção de taxas de juros reais elevadas, em moeda forte, mesmo depois da estabilização econômica. Tudo isso atraiu grande volume de capital estrangeiro de curto prazo. Para impedir que esses capitais ampliassem a base monetária, o que poderia realimentar a inflação, os governos "esterilizaram" os recursos, vendendo títulos públicos e, portanto, aumentando a dívida pública interna.

Em suma, os países latino-americanos, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida externa dos anos 80, foram envolvidos no processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros diretos e liberalizados. Segundo COUTINHO e BELLUZZO (1996, p. 141): "é preciso entender que a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Neste rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente, daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial, que geralmente acompanha esses programas".

Todavia, esses ativos precisam prometer elevados ganhos de capital e/ou embutir prêmios de risco em suas taxas de retorno, dada a fragilidade intrínseca das moedas recém-estabilizadas. Criou-se assim uma situação em que a rápida desinflação foi acompanhada por uma queda menos acentuada das taxas de juros nominais, uma vez que as taxas de juros reais não poderiam ser reduzidas abaixo de determinados limites estabelecidos pelos investidores estrangeiros para adquirir e manter em carteira um ativo denominado em moeda fraca.

Todos os países latino-americanos apresentaram uma economia relativamente estável com uma taxa de crescimento médio superior a 3% anuais entre 1991 e 1997, com influxos de capitais. A taxa média de inflação anual na região foi de 11% no mesmo período, contra mais de 300% nos anos 80. Contudo, após a crise dos países do Leste Asiático e a moratória russa, houve a reversão dos fluxos de capitais para a América Latina, com aumento da aversão ao risco, pelos investidores internacionais, e estreitamento da liquidez (ver tabelas 1 e 2). Após a desvalorização da moeda brasileira e o agravamento dos conflitos entre os países membros do Mercosul, desencadeou-se uma elevação dos spreads pagos pelos diversos países, tendência que deverá ser acentuada pela moratória do Equador. Ocorreu ainda forte deterioração dos termos de troca dos países latino-americanos, com a queda nos preços das principais commodities exportadas. Diante disso, os países latino-americanos entraram em recessão, com exceção de Bolívia, México e Peru (tabela 3), para ajustar o desequilíbrio no balanço de pagamento. A economia mexicana cresceu 3,2% no segundo trimestre de 1999, em relação a igual período do ano anterior. As exportações foram o principal fator de propulsão do crescimento, atingindo uma performance anualizada de 16,4%. Esse crescimento das exportações mexicanas esteve associado ao aprofundamento do North-America Free Trade Area (Nafta).

Equador, Colômbia e Venezuela enfrentam problemas político-institucionais que agravaram seu desempenho econômico. No Equador, o sistema bancário entrou em colapso, e acredita-se que a operação de salvamento dos bancos poderá custar US\$ 2 bilhões (13% do PIB). As reservas internacionais situavam-se em apenas US\$ 1,4 bilhões, impondo dificuldades em honrar os compromissos externos. Nesse sentido, em 26 de agosto de 1999, o governo equatoriano anunciou moratória, por trinta dias, do pagamento de juros e a reestruturação de sua dívida externa em títulos (Brady bonds). O PIB da Colômbia registrou queda de 6% no primeiro trimestre de 1999, comparado com igual período de 1998. O peso colombiano sofreu uma desvalorização de 25%, para uma inflação de 8,96%. A desconfiança em relação

à economia e à ordem pública levaram a uma redução do fluxos de capitais. O PIB da Venezuela registrou queda de 7,5% no primeiro semestre deste ano, em relação a igual período do ano passado, apesar do aumento ocorrido no preço do petróleo, que representa 30% da pauta de exportação.

TABELA 3 - INDICADORES GERAIS DE PAÍSES DA AMÉRICA LATINA - 1994/1999

PAÍS	RENDA PER CAPITA			TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB (%) 1999 ⁽¹⁾
	1994 US\$ 1994	1999 US\$ 1994	Var. % 1999/1994	
Argentina	8 181	8 280	1,2	-3,0
Brasil	3 546	3 557	0,3	-3,1
Chile	3 727	4 282	14,9	-2,3
Colômbia	1 842	1 840	-0,1	-1,0
Equador	1 504	1 381	-8,2	-5,0
México	4 654	4 539	-2,5	1,9
Peru	2 173	2 396	10,3	1,1
Uruguai	5 131	5 697	11,0	-0,5
Venezuela	2 725	2 458	-9,8	-6,0
Bolívia	780	855	9,6	2,0
Paraguai	1 672	1 572	-6,0	-0,3
TOTAL	3 793	3 793	0,0	-1,6

FONTE: CEPAL

(1) Projeções de maio de 1999.

O PIB da Argentina apresentou queda de 4% no segundo trimestre de 1999, comparativamente a igual intervalo de 1998. Nos primeiros sete meses de 1999, com relação ao mesmo período de 1998, a retração da produção industrial foi de 11%, queda liderada pelo setor automobilístico (47%). Os juros pagos pelo governo argentino na colocação de títulos da dívida externa atingiram 15,26% na última emissão de bônus no mercado internacional (US\$ 350 milhões no início de agosto); em meados de junho, o governo havia pago 11,68%. O PIB do Chile caiu 2,3% no primeiro trimestre de 1999 e 3,3% no segundo. O preço do cobre, produto que representa 40% da pauta de exportações chilenas, caiu para US\$ 0,77 por libra-peso, a mais baixa cotação desde a década de 30.

Enfim, os países latino-americanos entraram na ressaca da abertura financeira (e comercial), ficando presos na armadilha de um enorme passivo externo, que está gerando e ainda vai gerar um volume formidável de compromissos ao longo dos próximos anos, consolidando uma dependência sem precedentes do financiamento em moeda estrangeira. A dívida externa da Argentina cresceu de US\$ 58,4 bilhões em 1991, quando se adotou o Plano de Conversibilidade, para US\$ 118,2 bilhões em 1998. O crescimento da dívida externa brasileira também foi acelerado, passou de US\$ 159,3 bilhões em 1995, para US\$ 235,0 bilhões em dezembro de 1998. O responsável por esse crescimento foi, sobretudo, o setor privado. Confiantes na política cambial de minibandas e lentas desvalorizações do real, empresas brasileiras e subsidiárias de multinacionais aumentaram seus níveis de endividamento no exterior. No final de 1998, o setor privado acumulava US\$ 140,2 bilhões em dívidas externas, enquanto o setor público não-financeiro, US\$ 94,9 bilhões (tabela 4).

No que se refere ao sistema financeiro, inicialmente, a redução significativa do patamar inflacionário e, conseqüentemente, a erosão de uma das principais fontes de lucro, o float, implicaram em seu redimensionamento, com um enxugamento das estruturas dos sistemas bancários, especialmente os de varejo. Ademais, as novas relações financeiras internacionais abriram oportunidades de atuação para os agentes financeiros, como na área de administração de recursos de investidores institucionais estrangeiros, na qual predominaram os bancos de investimento (totalmente estrangeiros ou associados a capitais estrangeiros) com menores estruturas operacionais. Essas instituições tenderam a assessorar processos de reestruturação de empresas (fusões e aquisições), estruturação de operações de privatização e project finance², e lançamento de ações e títulos de empresas domésticas no país e no exterior, etc. Os grandes

² O project finance representa um modo inovador de financiar grandes projetos de infra-estrutura. O formato de estruturação recente implica uma complexa divisão e transferência de risco por parte dos agentes envolvidos (FERREIRA, 1995).

conglomerados financeiros da região também passaram a participar mais ativamente desse segmento de mercado mediante a associação com bancos estrangeiros na área de investimentos, o que lhes possibilitou acesso a tecnologias, bem como aos mercados financeiros externos. Em geral, nos diferentes países da região, esse segmento do sistema financeiro expandiu-se significativamente. No Brasil, segundo dados do Banco Central, a participação dos bancos com controle e com participação estrangeira na captação de recursos externos passou de 23,9% em 1994 para 46,3% em 1998 (tabela 5).

TABELA 4 - DÍVIDA EXTERNA TOTAL POR DEVEDOR - 1995-1998

DISCRIMINAÇÃO	US\$ MILHÕES			
	1995	1996	1997	1998
Divida de médio e longo prazo ⁽¹⁾	128 732	142 148	163 283	⁽³⁾ 210 458
Setor público não-financeiro	91 421	88 431	79 967	⁽⁴⁾ 90 591
Setor privado	37 311	53 717	83 316	119 867
Divida de curto prazo	30 524	37 787	36 715	⁽⁵⁾ 24 624
Setor público não-financeiro	3 708	5 232	5 737	4 304
Obrigações do Banco Central	287	70	42	28
Linhas de crédito	3 421	5 162	5 695	4 276
Setor privado	26 816	32 555	30 978	20 320
Obrigações de bancos comerciais	26 235	30 611	26 501	⁽⁵⁾ 18 500
Divida de curto prazo registrada ⁽¹⁾	-	1 944	4 477	1 820
Resolução n° 2 148 (financiamento rural)	581	1 944	4 003	1 232
Outras ⁽²⁾	-	-	474	588
Divida externa total	159 256	179 935	199 998	235 082

FONTE: Banco Central do Brasil

NOTA: Refere-se ao final do período.

(1) Divida registrada no Banco Central do Brasil.

(2) Inclui empréstimos para repasses a empresas exportadoras e bridge-loans.

(3) Estimativa, considerando as variações cambiais.

(4) Inclui US\$ 9,3 bilhões referente ao empréstimo do FMI.

(5) Dados preliminares.

TABELA 5 - PARTICIPAÇÃO DOS BANCOS NA CAPTAÇÃO EXTERNA DE RECURSOS - BRASIL - 1994-1998

DISCRIMINAÇÃO	PARTICIPAÇÃO %				
	1994	1995	1996	1997	1998
Bancos Nacionais	76,09	69,14	68,23	57,99	53,70
Bancos c/ Controle Estrangeiro	15,96	22,79	25,13	26,50	27,25
Bancos c/ Participação Estrangeira	7,96	8,07	6,64	15,51	19,05

FONTE: COSIF - DEORF/COPEC apud SOUZA (1999b)

Ademais, os governos da Argentina, Brasil, México³ e Venezuela⁴ reagiram às crises bancárias entre 1994 e 1996 em seus países, aprofundando a abertura do setor financeiro ao capital estrangeiro e promovendo a consolidação do sistema, seja pela liquidação dos bancos mais frágeis, seja facilitando a absorção pelas instituições mais hígidas (quadro 1). Vale destacar a compra de 40% dos ativos do Banco Real brasileiro pelo ABN Amro Bank, que não apresentava dificuldades financeiras e surpreendeu o mercado. Tratou-se do maior negócio da história latino-americana envolvendo dois bancos, seu valor total deverá atingir US\$ 3 bilhões.

³Até 1998, bancos estrangeiros poderiam adquirir apenas bancos mexicanos que controlassem 4% ou menos do mercado. No início de 1999, o Congresso aprovou nova lei permitindo que o limite anterior alcançasse 20% do mercado (CONGER, 1999a).

⁴A partir de 1989, a Venezuela começou a desregularizar seu sistema bancário, permitindo que os bancos concorressem por depósitos. Alguns bancos cresceram rapidamente, oferecendo taxas de captação elevadas e realizando empréstimos de alto risco. Conseqüentemente, em janeiro de 1994, faliu o Banco Latino, o segundo maior banco do país. Em seguida, numa reação em cadeia, mais da metade dos 47 bancos comerciais do país necessitaram de auxílio financeiro da agência estatal garantidora dos depósitos; 16 foram nacionalizados ou fechados (The ECONOMIST, 1997). Na reestruturação os bancos estrangeiros passaram a controlar metade dos ativos do sistema bancário.

QUADRO 1 - PRINCIPAIS PARTICIPANTES DA INTERNACIONALIZAÇÃO BANCÁRIA NO MÉXICO, ARGENTINA E BRASIL - 1995-1999

BANCO ESTRANGEIRO	ORIGEM	FORMA DE EXPANSÃO
México		
Banco Bilbao Vizcaya (BBV)	Espanha	Aquisição de 63% do grupo Probusa e investiu no Banca Cremi y Banorie
Bank of Nova Scotia	Canadá	Aquisição de 45% do capital do Banco Inverlat
Bank of Montreal	Canadá	Aquisição de 16% do Bancomer
A G Alemanha	Alemanha	Aquisição do controle dos bancos Banoro e Bancrecer
Banco Santander	Espanha	Instalação de subsidiárias e aquisição de 51% do capital do Banco Mexicano
Hong Kong Shanghai Banking Corporation (HSBC)	Reino Unido	Aquisição de 20% do capital do grupo financeiro Serfin
J P Morgan	EUA	Aquisição de 8% do Serfin
Banco Central Hispanoamericano (BCH)	Espanha	Aquisição de 10% do capital do grupo financeiro Prima International
BCH e BCB	Espanha e Portugal	Aquisição em conjunto de 40% do Bital
Citibank	EUA	Aquisição do Banco Confia
Argentina		
HSBC	Reino Unido	Aquisição de 100% do Banco Roberts
BankBoston	EUA	Expansão da rede de agências
Santander	Espanha	Aquisição de 51% do capital do Rio de la Plata
Bank of Nova Scotia	Canadá	Aquisição de 100% do Banco Quilmes
Grupo Socimer	Suíça	Aquisição de 30% do Patricios
Bankers Trust	EUA	Aquisição de 51% do capital do Banco Liniers Sudamericano
Crédit Agricole	França	Aquisição de 33% do Bisel
BBV	Espanha	Fusão entre o Banco Francés Rio de la Plata e o Banco Credito Argentino
Citibank	EUA	Expansão da rede de agências
Brasil		
HSBC	Reino Unido	Aquisição dos ativos do Banco Bamerindus
Crédit Suisse	Suíça	Aquisição do Banco de Investimento Garantia
Nations Bank	EUA	Aquisição de 51% do capital do Banco Liberal
United Bank of Switzerland (UBS)	Suíça	Instalação de subsidiária com controle integral
Banco Bilbao Vizcaya	Espanha	Aquisição do Excel-Econômico
Radobank	Holanda	Instalação de sucursal
Citibank	EUA	Expansão da rede de agências
BankBoston	EUA	Expansão da rede de agências
Santander	Espanha	Aquisição de 51% do Banco Geral do Comércio e do Noroeste
Lloyds Bank	Reino Unido	Aquisição do Banco Multiplic e de sua financeira
Crédit Agricole	França	Aquisição de 38% do capital do Banco Boa Vista, em parceria com o grupo português Espírito Santo (38%) e o brasileiro Monteiro Aranha (20%)
ABN-Amro Bank	Holanda	Aquisição de 40% do capital do Banco Real
Chase Manhattan	EUA	Aquisição do Banco Patrimônio

FONTES: FREITAS e PRATES (1998: p 191-192) e CAMARGO (1999)

Os órgãos de regulamentação financeira também adotaram os princípios básicos do Acordo da Basileia (ativos ponderados pelo risco), aperfeiçoaram os regimes contábeis para dificultar a maquiagem das contas e fortaleceram os sistemas de supervisão. As perspectivas de negócios atraíram diversas instituições estrangeiras para a região. Entre outubro de 1995 e abril de 1998, 64 instituições financeiras estrangeiras foram autorizadas a se instalar no Brasil, seja mediante a aquisição do controle acionário de entidades nacionais, seja mediante a constituição de subsidiária e/ou sucursal bancária, seja ainda mediante a abertura de empresas de arrendamento mercantil e/ou distribuição de títulos e valores mobiliários.⁵

De modo geral, a partir do Plano Real, 104 bancos passaram por algum processo de ajuste, envolvendo transferência de controle acionário, intervenção ou liquidação pelo Banco Central e incorporação

⁵ Em meados de julho de 1999, o Banco Central do Brasil decidiu mudar os critérios de acesso de bancos estrangeiros ao sistema financeiro nacional. Os estrangeiros que quiserem entrar no país terão, necessariamente, de adquirir ou se associar a instituições existentes. Não poderão mais abrir instituições novas, a não ser em casos excepcionais. Ademais, as contribuições em dinheiro para o saneamento do sistema financeiro não serão mais cobradas em troca de autorização para ingresso. O "pedágio", como foi chamada a cobrança, acabou. Segundo o Banco Central, as assunções de dívidas e compra de créditos "podres" a título de pedágio superou os R\$ 107 milhões. Porém, o pedágio será substituído por novas exigências, tais como o compromisso de manutenção de linhas de crédito externas ao país, determinado nível de aporte de capital (investimento direto) e transferência de tecnologia. Haverá ainda obrigação de um nível mínimo de rating no mercado internacional, isto é, uma boa classificação de risco. A participação dos bancos estrangeiros no mercado de títulos da dívida externa pública brasileira também vai entrar na avaliação (IZAGUIRE e NUNES, 1999).

por outra instituição financeira (FREITAS, CINTRA e PRATES, 1999). As operações do Programa de Estimulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) atingiram R\$ 20,35 bilhões,⁶ dos quais o Banco Central recuperou R\$ 5,59 bilhões, acrescidos de encargos. A dívida remanescente soma R\$ 22, 898 bilhões (tabela 6).

TABELA 6 - OPERAÇÕES COM RECURSOS DO PROER - SITUAÇÃO EM 30.04.1999

INSTITUIÇÃO	FINALIDADE	(R\$ MILHÕES)		
		Empréstimo Tomado ⁽¹⁾	Valor Pago	Dívida Remanescente ⁽¹⁾
Nacional (1995/96)	Transferência de atividades para o Unibanco	5 898,00	1 100,00	7 612,00
Econômico (1996)	Transferência de atividades para o Banco Excel, formando o Excel-Econômico atual BBV	5 226,00	0	6 870,00
Banorte (1996)	Transferência de atividades para o Bandeirantes	0,476	0,471	0,036
Mercantil de Pernambuco (1996)	Transferência de atividades para o Banco Rural Mercantil	0,530	0	0,689
Pontual (1996)	Compra do Banco Martinelli, originando o Banco Pontual-Martinelli	0,125	0,180	0
Antônio de Queiroz (1996)	Incorporação pelo United (Grupo Mansur), passando a se chamar Crefisul	0,120	0,071	0,104
Bamerindus (1997)	Transferência de atividades para o HSBC Bamerindus	2 945,00	3 768,00	0
Caixa Econômica Federal	Compra de carteiras mobiliárias do Econômico, Banorte e Bamerindus	5 037,00	0	7 587,00
TOTAL		20 357,00	5 590,00	22 898,00

FONTE: Banco Central do Brasil apud Izaguirre (1999)

(1) Em valor histórico.

(2) Inclui principal e encargos.

No mesmo sentido, desde 1995, o Bilbao Vizcaya já investiu US\$ 2,5 bilhões na aquisição de várias instituições em diversos países da América Latina, conquistando 1.605 agências e ativos de US\$ 42 bilhões. No México adquiriu as redes de agências dos bancos Oriente e Cremi, as quais foram integradas ao BBV Prodursa; na Colômbia adquiriu a participação de 44,3% no capital do Banco Ganadero; na Venezuela, 48,4% do maior banco privado do país, qual seja, o Banco Provincial; na Argentina, 52,4% do capital do Banco Francés Rio de la Plata, o terceiro banco privado do país; no Brasil assumiu o controle acionário do Excel-Econômico, sétimo banco privado nacional (tabela 7).

O Banco Santander também procurou ampliar sua participação nas principais economias latino-americanas, inclusive no setor varejista. Entre as aquisições efetuadas na região destacam-se o Banco Rio de la Plata (Argentina), o Banco Osorno y Unión e o Banco Santiago (Chile),⁷ o Banco Central Hispano (Porto Rico), o Banco Mexicano (México), o Banco Comercial Antioqueño (Colômbia) e o Banco de Venezuela (Venezuela) adquirido em leilão de privatização. No Brasil, o Santander investiu US\$ 220 milhões para comprar 51% do capital votante e 50% do capital total do Banco Geral do Comércio e US\$ 500 milhões na operação de compra do Noroeste.

TABELA 7 - PARTICIPAÇÃO DO GRUPO BILBAO VIZCAYA EM BANCOS NA AMÉRICA LATINA

BANCO	PARTICIPAÇÃO (%)	Nº DE AGÊNCIAS	ATIVOS TOTAIS (US\$ milhões)	RANKING
BBV Banco Francés (Argentina)	52,4	260	7 670	2º
Banco Ganadero (Colômbia)	44,3	250	3 086	1º
BBV México (México)	66,3	343	7 956	6º
Banco Continental (Peru)	37,6	150	2 857	2º
Banco Provincial (Venezuela)	48,4	320	5 178	1º
BBV Puerto Rico (Porto Rico)	100,0	65	3 700	3º
BBV Excel-Econômico (Brasil)	55,0	217	11 600	7º

FONTE: BBV apud Carvalho (1998)

⁶ O custo do ajuste do sistema financeiro brasileiro alcançou 4% do PIB, na Venezuela atingiu 17% do PIB (entre 1994 e 1995) e no México somou 14,4% do PIB, em 1998.

⁷ Com essas duas aquisições o Banco Santander passou a controlar 30% do mercado chileno (VILAS, 1999).

A tabela 8, evidencia a extensão do processo de consolidação dos sistemas financeiros da América Latina entre 1994 e 1997. Nesse período, desapareceram 127 bancos nos cinco principais países, mediante processos de liquidação, privatização, fusões e aquisições, sobretudo por instituições estrangeiras. Na Argentina, bancos estrangeiros controlavam 20% dos ativos totais no final de 1994 e alcançaram 52% em 1998. No Brasil, a participação das filiais de bancos estrangeiros e dos bancos com participação total ou parcial de capital estrangeiro nos ativos do setor bancário saltou de 11% no final de 1994 para 22,5% em dezembro de 1998. Se considerados apenas os vinte maiores bancos privados brasileiros, a participação dos bancos estrangeiros atinge 34,6% dos ativos.⁸ No Chile, os bancos estrangeiros dominavam aproximadamente 33% do total dos ativos, 19% dos empréstimos e 33% dos depósitos totais, em dezembro de 1997. No México, a participação dos bancos estrangeiros atingiu 10% dos ativos totais e dos depósitos e, 9% dos empréstimos, em dezembro de 1997.

TABELA 8 - NÚMERO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS EM PAÍSES LATINO-AMERICANOS - 1994/1997

DISCRIMINAÇÃO	1994	1997	VARIAÇÃO
Argentina	202	138	-64
Brasil	271	233	-38
Chile	37	32	-5
México	36	53	17
Venezuela	129	109	-20

FONTE: Adams et alli (1998: p 39)

Outros impactos das novas relações financeiras podem ser apreendidos a partir do destino dos recursos em seu processo de internalização:

- a) aplicações em títulos de renda fixa - a entrada de capital externo no segmento de aplicações em renda fixa (que nos países da região foi predominantemente de curto prazo) serviu de funding à ampliação do crédito ao consumo e da especulação imobiliária. Porém, o mercado de títulos financeiros permaneceu dominado quase que exclusivamente por papéis do governo. Esse é um legado direto da história inflacionária da América Latina, pois num ambiente de instabilidade de preços não há incentivo ao crescimento de um mercado de títulos de renda fixa. Inclusive, no Brasil, a maior parcela dos recursos externos, sobretudo daqueles captados pelo setor financeiro, foi direcionada para aplicações em títulos cambiais do Tesouro Nacional (mediante operações de arbitragem de juros). Porém, começaram a surgir alguns novos produtos, tais como a securitização de ativos – contas a receber de cartões de créditos, financiamentos imobiliários e outros –, os chamados project finance, etc.;
- b) aplicações em ativos financeiros de risco - os influxos de capitais nos mercados de ações à medida que foram acompanhados por um pequeno volume de emissões primárias, respondendo a uma demanda efetiva de recursos para investimentos reais, ocasionaram um movimento de natureza fundamentalmente especulativa. Na maior parte das economias latino-americanas, o impulso observado nas bolsas de valores da região entre 1991 e 1999 foi muito superior àquele derivado da expansão dos investimentos reais. Nessas condições, a valorização no mercado bursátil desencadeou um efeito-riqueza que não ampliou o investimento produtivo, mas o consumo;
- c) captação de recursos via colocação de títulos no exterior (fixed rate notes, commercial papers, Export Securities, títulos e debêntures conversíveis em ações, American Depositary Receipts - ADRs, etc.) - essa modalidade de financiamento se transformou numa fonte relevante para as grandes empresas com capacidade de participar dos mercados

⁸ Com a fusão do Banco Wiese com o Banco de Lima Sudameris, três bancos estrangeiros passaram a controlar 50% do mercado no Peru (CONGER, 1999b).

internacionais de capitais. Estima-se que mais de 50 empresas latino-americanas tenham suas ações cotadas na Bolsa de Nova Iorque, a maioria na forma de ADRs, outras negociadas em mercado de balcão;

- d) financiamento do comércio exterior - o financiamento associado às exportações constitui um crédito de curto prazo, colateralizado pelas próprias exportações. Isso faz com que esse fluxo de capital seja menos instável, funcionando como um fundo rotativo. Porém, o crescimento do crédito ao comércio exterior nos anos 90 esteve diretamente relacionado com a abertura comercial na maioria dos países, pois uma parte considerável foi direcionada ao financiamento das importações. No caso brasileiro, por exemplo, 61% das importações em 1995 e 65% em 1996 foram financiados por linhas de crédito exterior com prazo entre 180 e 360 dias. As condições de prazo e custo dessas linhas eram substancialmente mais favoráveis que as correspondentes domésticas. Paradoxalmente, após a crise russa, essas linhas de crédito foram reduzidas em 40%.

Mais especificamente, a abertura financeira brasileira, após 1990, envolveu a redução das barreiras à entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico (aplicação em títulos e valores mobiliários de companhias abertas) e a ampliação do acesso de residentes às fontes externas de financiamento (mercado de capitais internacionais). No entanto, essa flexibilização não implicou uma abertura completa do mercado financeiro doméstico. Os depósitos de não-residentes no sistema bancário doméstico somente foram permitidos, de forma restrita, em meados de 1999.⁹ A movimentação financeira de não-residentes era regida pela conta conhecida como CC-5.¹⁰ O segmento mais aberto à participação de investidores estrangeiros foi o mercado acionário, a partir da criação do Anexo IV à Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 1.289/1987 (PRATES, 1997).

A abertura no mercado acionário brasileiro acentuou a concentração das operações na maior Bolsa de Valores do país, a Bovespa. Em 1997, esta absorvia 93% do total negociado em todas as bolsas de valores domésticas, sendo que esse percentual era de 87% em 1996 e 85% em 1995. O mercado secundário de ações foi o segmento mais atingido pelo processo de abertura. A quase totalidade dos investimentos de portfólio estrangeiros se direcionou à aquisição de ações de primeira linha das empresas estatais em processo de privatização (Telebrás, Eletrobrás, Companhia Vale do Rio Doce e Petrobrás). Assim, o aumento da participação estrangeira não contribuiu para a redução do grau de concentração do mercado. As negociações no mercado à vista, envolvendo as dez ações mais negociadas, correspondiam a 81,87% em 1992 e 81,85% do total em 1997. As negociações com a ação mais negociada (Telebrás) correspondiam a 54,79% em 1992 e 55,86% em 1997. Portanto, o mercado acionário brasileiro continuou sendo uma fonte marginal de financiamento das empresas. O volume de emissões primárias permaneceu relativamente baixo, sendo a maior parte das captações efetuadas pelas empresas estatais (tabela 9). Inclusive, em 1996, ocorreu um aumento expressivo nas emissões, associado ao processo de capitalização do Banco do Brasil (US\$ 8 bilhões). O lançamento de ações das empresas privadas teve como principal estímulo a captação de recursos no mercado internacional através de ADR Nivel III, como da Aracruz, Multicanal e do Grupo Pão de Açúcar (PRATES, 1999).

TABELA 9 - MERCADO PRIMÁRIO DE AÇÕES NO BRASIL - 1992-1999

ANO	R\$ MILHÕES							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 ⁽¹⁾
Volume Emitido	900	800	2 600	2 100	9 155	3 960	4 110	2 125

FONTE: CVM, Informativo Mensal, apud SOUZA (1999c)

(1) Posição em setembro de 1999.

⁹Em setembro de 1999, o Banco Central autorizou, de maneira restrita, a abertura de contas em moedas estrangeiras por empresas que venham a injetar recursos externos nos setores de petróleo, gás natural e energia elétrica. A medida tem o objetivo de fornecer mais garantias às empresas interessadas no processo de privatização desses setores (PATU, 1999).

¹⁰Segundo informações do Banco Central, as remessas de dinheiro do Brasil ao exterior por meio da conta CC-5 somam R\$ 124,1 bilhões, entre 1992 e 1998 (MASCHIO, 1999).

O financiamento pouco significativo mediante a emissão de ações, apesar da dinamização do mercado secundário, esteve relacionado a vários fatores, entre os quais:

- a) a abertura financeira não resultou num aumento do valor de mercado e da liquidez das ações das empresas privadas, o que desestimulou a demanda dos investidores e a realização de novas emissões pelas empresas;
- b) os processos de fusão e aquisição, com participação ativa dos investidores estrangeiros, também desestimulou a abertura de capital. Os controladores optaram por negociar o controle em vez de abrir o capital. Além disso, o movimento de desnacionalização do setor produtivo resultou, em alguns casos, no fechamento de capital de empresa anteriormente listada em bolsa. De modo geral, as empresas estrangeiras permaneceram de capital fechado, com fonte de financiamento essencialmente externa;
- c) a captação de recursos mediante emissão de títulos de renda fixa no exterior constitui uma opção de financiamento relativamente mais barata, sem exigir uma abertura de capital das empresas de grande porte;
- d) a manutenção de baixas taxas de crescimento, bem como de taxas de juros em patamares muito elevados no mercado financeiro doméstico, também desestimulou a abertura de capital, pois os investidores exigiam deságios em relação ao valor patrimonial para subscrever ações.

Assim, fica evidente que o aumento da capitalização e da liquidez no mercado secundário é condição necessária, porém não suficiente, para a superação das fragilidades estruturais do mercado de capitais enquanto fonte de financiamento das empresas. Todavia, a despeito de os custos envolvidos na abertura de capital e manutenção do registro em Bolsa serem muito elevados para as empresas de médio porte (taxas pagas à Comissão de Valores Mobiliários e à Bolsa, publicações obrigatórias, necessidade de manter um departamento de relações com o acionista e outro de relações com o mercado), a abertura financeira facilitou o processo de abertura de capital, pois implicou crescente padronização das práticas e demonstrativos contábeis e dos procedimentos de abertura de capital, lançamento de títulos e listagem em Bolsa.

Como pode ser observado na tabela 4, o setor privado (financeiro e não-financeiro) foi responsável pela maior parte das captações externas, com destaque para o primeiro, utilizando os recursos para repasse, bem como para arbitragens de taxas de juros (dada a eliminação da necessidade de casar a captação externa com a demanda interna). Como no Brasil, os depósitos de não-residentes foram permitidos de forma muito restrita, o único instrumento de canalização de capitais externos através do sistema bancário eram os repasses de recursos captados pelos bancos através da emissão de títulos no exterior no âmbito das Resoluções nº 63/1967 (instrumento mais antigo de repasse de recursos externos pelos bancos às empresas), nº 2.148/1995 (financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária) e nº 2.170/1996 (financiamento para a construção e/ou aquisição de imóveis novos), nº 2.312/1996 (repasso a empresas exportadoras). Entre os novos instrumentos, apenas a Resolução de nº 2.148/1995, que regulamentou os financiamentos ao setor rural, captou um volume expressivo de recursos. Entretanto, esses recursos não foram repassados em sua totalidade à agricultura, pois foram utilizados, recorrentemente, nas operações de arbitragem com títulos cambiais. As captações e, conseqüentemente, os repasses efetivos ao setor imobiliário e às empresas exportadoras foram insignificantes.

Segundo estimativas dos principais bancos repassadores de recursos externos, 80% do total captado no âmbito da Resolução nº 63/1967 foi utilizado para alongamento e redução do custo do passivo das empresas, que trocaram uma dívida de curto prazo em moeda nacional, com juros elevados, por uma dívida de médio prazo indexada à variação cambial. O custo dessas linhas de crédito dependeu do porte da empresa e se situou num intervalo de 20% a 35% a.a., acrescido da correção cambial. Como o custo total para os bancos ficou em torno de 11% no período considerado, o ganho financeiro obtido nessas operações foi expressivo. Os bancos captaram recursos com prazo de no mínimo dois anos e repassaram em diversos prazos que variaram de 30 dias a três anos, sendo que a maior parte ficou em torno de 90 dias, para diferentes tomadores finais (PRATES e FREITAS, 1999).

Dito isso, pode-se apreender que, se é verdade que a inflação alta, num ambiente de instabilidade, contribuiu para enfraquecer as instituições financeiras e estimular a fuga de capitais – dois fatores que deprimiram os índices de poupança macroeconômica nos países latino-americanos –, os programas de estabilização recentes associados à desregulamentação dos mercados financeiros domésticos e à liberalização dos fluxos de capitais não possibilitaram um aumento de seus índices de poupança, exceto no Chile e no Equador, como indicam os dados disponíveis até 1996. Porém, a crise econômica nesses dois países no final da década de 90, seguramente, reverteu esse desempenho.

Assim, mais uma vez a experiência histórica mostrou que a estabilização e a liberalização financeira interna e externa não foram suficientes, por si sós, para aumentar a poupança dos países latino-americanos. Essas limitações do processo de liberalização foram reconhecidas até mesmo pela revista *The Economist*, em relatório especial sobre as finanças na América Latina (MINTON-BEDDOES, 1995, p. 9). Um trabalho recente do Banco Mundial, a partir de uma série de 25 anos de alguns índices de liberalização financeira para oito países em desenvolvimento – Chile, Gana, Indonésia, Coréia do Sul, Malásia, México, Turquia e Zimbábue – concluiu que não há nenhuma evidência consistente que suporte a crença generalizada de que a liberalização financeira produz um efeito líquido positivo sobre a poupança. Nas palavras de BANDIERA et al. (1999, p. 1): “nossos resultados devem ser tomados como uma indicação de que não existe nenhuma evidência que a liberalização aumenta a poupança”.

Enfim, embora a liberalização financeira interna e externa possa ter proporcionado um aumento da poupança financeira (estoque de ativos financeiros), num contexto de estabilidade de preços, ela implicou uma queda da poupança macroeconômica, vale dizer, do fluxo de financiamento ou *funding* dos novos investimentos. A tabela 10 mostra o comportamento da poupança nacional bruta, da poupança externa e do investimento interno bruto em alguns países da América Latina em que houve um acelerado influxo de capitais nos anos 90. Fica evidente que os aumentos de poupança externa foram acompanhados por reduções substanciais na poupança nacional, exceto no Chile e no Equador. No México, o investimento em percentagem do PIB aumentou apenas 2 pontos percentuais entre 1983-89 e 1992-94, mediante um aumento na poupança externa superior a 7 pontos percentuais. No Paraguai, o aumento na poupança externa de quase 5 pontos entre 1990-91 e 1992-94 foi acompanhado por uma queda semelhante na poupança nacional, e o investimento interno permaneceu praticamente inalterado. Igualmente, no Brasil um aumento da poupança externa em relação ao PIB entre 1992-94 e 1995 não aumentou a taxa de investimento. No Chile, a queda da poupança externa correspondeu a um aumento na poupança nacional, entre 1983-89 e 1992-94. A poupança nacional bruta aumentou de 13,6% do PIB em 1983-89 para 24% em 1992-94 e para 25,4% em 1995-96.

A expansão do crédito bancário privado associado ao efeito-riqueza, desencadeado pela valorização cambial num contexto de abertura comercial que reduziu as tarifas de importação, provocou uma explosão do consumo, da construção e dos investimentos imobiliários em vários países latino-americanos. Assim, a liberalização financeira associada a elevados déficits em conta corrente em vários países com influxo de capitais externos nos anos 90 ocasionou elevação das taxas de juros, queda no investimento produtivo e, portanto, na poupança macroeconômica, desencadeando uma redução na taxa de crescimento do produto e uma deterioração da conta corrente do balanço de pagamento (FRENKEL, 1994). Isso determinou o aparecimento de um risco sistêmico potencial associado à evolução da paridade cambial, à medida que a maior parte do crédito foi direcionada para atividades não-comercializáveis.¹¹ O resultado foi uma crise do balanço de pagamento em todos os países latino-americanos e a desvalorização da maioria das moedas. Até o momento, o único país que não desvalorizou sua moeda foi a Argentina, dado o sistema de conversibilidade do peso diante do dólar, na paridade de um para um.

¹¹ De acordo com dados de pesquisa recente da Cepal, dois terços dos investimentos estrangeiros diretos na América Latina, durante 1990-1997, foram direcionados para compra de ativos existentes e não para criar novas unidades de produção. Ademais, houve uma concentração de investimentos no setor de serviços, que não geram divisas.

TABELA 10 - ALGUNS INDICADORES MACROECONÔMICOS DE PAÍSES DA AMÉRICA LATINA - 1983-1996

PAÍS/PERÍODO	% DO PIB			PAÍS/PERÍODO	% DO PIB		
	PNB ⁽¹⁾	PE ⁽²⁾	IIB ⁽³⁾		PNB ⁽¹⁾	PE ⁽²⁾	IIB ⁽³⁾
Argentina ⁽⁴⁾				Equador			
1983-1989	16,3	2,2	18,5	1983-1989	13,8	6,0	19,8
1990-1991	15,7	-1,4	14,3	1990-1991	17,5	2,3	19,8
1992-1994	15,5	2,9	18,4	1992-1994	18,3	2,1	20,4
1995-1996	16,6	1,2	17,8	1995-1996	16,0	1,8	17,8
Brasil				México			
1983-1989	20,9	0,7	21,5	1983-1989	21,6	-0,9	20,7
1990-1991	19,6	0,6	20,2	1990-1991	19,5	3,7	23,2
1992-1994	19,6	-0,4	19,3	1992-1994	15,5	6,5	22,0
1995	16,8	2,5	19,2	1995-1996	21,0	0,5	21,5
Colômbia ⁽⁵⁾				Paraguai ⁽⁴⁾			
1983-1989	19,1	0,6	19,7	1983-1989	15,6	7,9	23,5
1990-1991	22,0	-4,8	17,2	1990-1991	18,6	5,2	23,8
1992-1994	19,0	1,5	20,5	1992-1994	10,1	10,3	23,1
1995-1996	15,6	5,5	21,0	1995-1996	8,2	5,1	23,6
Chile				Peru			
1983-1989	13,6	5,8	19,3	1983-1989	20,2	2,5	22,8
1990-1991	24,2	1,2	25,4	1990-1991	18,3	2,3	20,6
1992-1994	24,7	2,8	27,4	1992-1994	16,9	5,0	21,9
1995-1996	25,4	2,1	27,5	1995-1996	18,7	6,0	24,6

FONTE: CEPAL, Contas Nacionais e Balanços de Pagamentos de países da América Latina, in HELD e SZALACHMAN (1998)

(1) Poupança Nacional Bruta.

(2) Poupança Externa.

(3) Investimento Interno Bruto.

(4) Poupança nacional obtida como resíduo entre o investimento interno presente nas contas nacionais e o saldo na conta corrente do balanço de pagamentos.

(5) Poupança nacional de 1996 determinada como na nota 4.

Em suma, esses indicadores sugerem que houve uma substituição entre poupança nacional e poupança externa, como ocorreu nas experiências de liberalização financeira dos países do Cone Sul no final dos anos 70, em que a expansão da liquidez e do crédito bancário induziu um crescimento do consumo e da poupança financeira, sem elevar a poupança macroeconômica doméstica.

A expansão do sistema financeiro desregulamentado e aberto impulsionada pela entrada de capitais também não propiciou a criação de instrumentos e instituições de mobilização da poupança para suportar o financiamento de longo prazo. Em muitos casos, a despeito da redução da inflação e do aumento observado nos indicadores de "aprofundamento financeiro", os depósitos e os créditos bancários persistiram no curto prazo. No Brasil, por exemplo, os ativos financeiros domésticos ainda mantiveram a característica de quase-moedas e, apesar dos esforços das autoridades, não foi possível mudar substancialmente as relações entre o Banco Central e o sistema bancário, no que se refere ao giro e à liquidez dos títulos públicos. Entre 1994 e 1998, houve um aumento relativo das aplicações em títulos públicos sobre os empréstimos no total das receitas dos bancos privados, especialmente, dos estrangeiros. Em 1994, as operações de crédito dos bancos estrangeiros somavam 11,9% de suas receitas, e os títulos, apenas 3,9%. No terceiro trimestre de 1998, os títulos passaram a representar 43% da receita, enquanto os empréstimos atingiram apenas 17%. Dessa forma, quase metade da receita dos bancos estrangeiros originava-se de aplicação em títulos públicos, mais que o dobro da receita advinda de empréstimos produtivos. No caso dos bancos privados nacionais, no terceiro trimestre de 1998, as receitas com títulos eram 25% do total, e os empréstimos, 24%. Também nos bancos oficiais aumentou a participação da receita com títulos, mas os empréstimos ainda eram 33% do total, acima da receita com títulos (20%) (PINTO, 1999).

No México e na Argentina, como em outras economias menores, por exemplo Bolívia e Peru, a evolução recente dos sistemas financeiros se assemelha à observada nas experiências do Cone Sul no final dos anos 70, agravada pelo fato de que em alguns casos tem ocorrido clara tendência à dolarização do sistema financeiro formal (DAMILL, FANELLI e FRENKEL, 1996). O grau de dolarização do sistema bancário brasileiro, como um todo e por tipo de instituição, ainda é pequeno, em torno de 20% do total de ativos

das instituições privadas. No México, essa relação atingiu mais de 30% e na Argentina, quase 50%. Se a Argentina mantiver seu currency board, seu sistema financeiro será mais internacionalizado e sua economia, cada vez mais dolarizada. Em 1998, os depósitos em moeda estrangeira no Uruguai representaram 80,7% do total, constituindo US\$ 9,8 bilhões do total depositado (US\$ 12,1 bilhões), que corresponde a 51% do PIB (FERNÁNDEZ, 1999).¹²

Ademais, a fragilidade financeira de alguns bancos mexicanos é significativa, uma vez que não houve reestruturação bancária relevante após o colapso de 1994, a despeito de o Instituto de Protección del Ahorro Bancario (Ipab) e o Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa) terem trocado parte das carteiras vencidas dos bancos por bônus do governo, no valor de US\$ 67 bilhões. Em meados de junho de 1999, o Ipab anunciou que o Serfin, terceiro maior banco do país, necessitaria de um aporte de capital de US\$ 2,3 bilhões. O sistema financeiro argentino também apresenta-se vulnerável, a despeito da concentração ocorrida após o último plano de estabilização. Desde 1995, cerca de 40% dos duzentos bancos argentinos foram engolidos por instituições mais fortes, mas ainda há bancos requerendo injeções de capital. O seguro de depósito argentino – em torno de US\$ 700 milhões – cobre cerca de 1% dos recursos depositado no sistema. No Brasil, não há uma exposição predominante de risco cambial no setor bancário. Os débitos externos estão “ancorados” no hedge correspondente, estabelecido em títulos públicos com indexação cambial.

Assim, do ponto de vista desta análise, a estruturação de um sistema que atenda às necessidades de financiamento de longo prazo permanece como o maior desafio na área financeira da América Latina. A consolidação da estabilização das economias latino-americanas passa pela retomada do crescimento com controle do balanço de pagamentos. Isso significa ampliar a capacidade de oferta de bens para o mercado interno e externo, o que supõe, dada a capacidade de produção instalada, uma elevação significativa da taxa de investimento.

As decisões de investimento dependem das expectativas favoráveis quanto ao quadro macroeconômico no médio e longo prazos e da disponibilidade de financiamento de longo prazo em condições compatíveis com as perspectivas dos negócios. Até o momento, não se pode afirmar que essas condições estejam garantidas. O cálculo empresarial de médio e longo prazo requer clareza quanto à inserção internacional desejada para cada país e às prioridades de desenvolvimento. Além disso, requer perspectivas quanto ao patamar das taxas de juros e de câmbio, determinantes cruciais nas decisões de investimento num contexto de globalização das unidades produtivas. Com relação à disponibilidade de financiamento, é imprescindível que uma parte crescente do financiamento de longo prazo seja gerada internamente, para diminuir o grau de endividamento externo das economias. Como afirmam COUTINHO e BELLUZZO (1996, p. 140): “se alguma lição pode ser extraída da chamada ‘década perdida’, ela tem a ver com as conseqüências funestas de se tornar a economia excessivamente dependente do financiamento externo”.

Em resumo, os programas de estabilização dos anos 90, ancorados na taxa de câmbio e no influxo de capitais externos, evidenciaram que a inflação baixa é condição necessária, porém não suficiente, para ampliar e consolidar uma base de financiamento interno de longo prazo. Daí, a necessidade de se retomar o debate sobre a estruturação de sistemas financeiros adequados ao desenvolvimento das economias da região.

As perspectivas de desenvolvimento de grandes volumes de poupança institucional na maioria dos países latino-americanos são limitadas. A estrutura de crédito de longo prazo, por mais restrita que tenha sido, desempenhou um papel importante no passado, que poderá ser ampliado. Por sua vez, o mercado de capitais, com mecanismos, procedimentos e agentes padronizados e organizados, atende às necessidades de um contingente muito específico de agentes econômicos, geralmente de grande porte e detentores de capacidade de autofinanciamento e de acesso ao mercado financeiro internacional. O sistema interno de crédito de longo prazo cumpre um papel crucial para um grande número de agentes

¹² Nos anos 90, os depósitos de não-residentes duplicaram-se no Uruguai, atingindo US\$ 4,6 bilhões no fim de 1997, quase 25% do PIB do país.

que dificilmente se beneficiariam do desenvolvimento do mercado de capitais. Ou seja, o crédito bancário continuará sendo a fonte de financiamento de longo prazo predominante nos próximos anos (BAER, 1996).

Isso não significa que não haja espaço para um maior desenvolvimento do mercado de capitais, a partir dos processos de privatização, de mudanças na regulamentação das empresas, da abertura de capitais de grandes grupos e da ampliação da poupança institucionalizada. Essa última poderá ser dilatada com a reforma previdenciária e a criação dos fundos de pensão a partir da aposentadoria complementar, como ocorreu no Chile. Todo esse processo, entretanto, tende a evoluir muito lentamente. É nesse sentido que defendemos a hipótese de que o financiamento de longo prazo deverá ser predominantemente gerado, pelo menos no médio prazo, pelo sistema de crédito e os bancos públicos deverão desempenhar uma função coordenadora e diretiva importante nesse processo.

A questão central na consolidação de uma base interna de financiamento de longo prazo refere-se ao seu funding, o que remete ao problema da poupança financeira. Os fundos de pensão e as seguradoras poderão contribuir para o crescimento econômico apenas se essa poupança financeira for direcionada ao financiamento do investimento produtivo, através do mercado de crédito (certificados de depósitos bancários) ou de capitais (ações ou títulos de renda fixa). Novamente, será exigido um papel central do Estado, seja na definição dos aspectos institucionais, seja no direcionamento das aplicações.¹³ Caso contrário, essas poupanças financeiras ficarão sob a custódia de administradores profissionais, equipados com modelos de alocação de recursos, em busca dos retornos mais elevados e, portanto, geralmente, concentrando-se em operações de curto prazo (CINTRA, 1997).

Ademais, a parte mais relevante da poupança financeira direcionada ao investimento é gerada pelas próprias empresas e, portanto, está associada ao ritmo de crescimento econômico e aos aumentos de produtividade. Nas palavras de BAER (1996, p. 18): "a principal fonte de funding do sistema como um todo é a capacidade de autofinanciamento das empresas e esta somente se expande em períodos de crescimento sustentado, criando um ciclo virtuoso entre crescimento e funding".

Mais uma vez, os países latino-americanos efetuaram uma inserção pura e simples nos fluxos internacionais de capitais. Na fase atual, predominou a entrada de bancos estrangeiros nos mercados nacionais para promover o saneamento dos sistemas; os investimentos de portfólio nos mercados de capitais domésticos; e a emissão de bônus, ações e recibos de depósitos de ações no mercado internacional. O aumento da participação dos bancos estrangeiros nos mercados internos promoveu aperfeiçoamento técnico e maior concorrência nos segmentos de varejo, mas não possibilitou um alongamento dos prazos em suas transações domésticas. O acesso dos investidores estrangeiros às Bolsas de Valores, dado que o mercado permaneceu muito concentrado em poucas empresas recém-privatizadas, também teve impacto pouco significativo no financiamento produtivo. A ampliação das oportunidades de captação de recursos no exterior favoreceu apenas uma parcela das empresas, sobretudo as grandes, com elevada capacidade de autofinanciamento. Em suma, a natureza da inserção financeira atual é insuficiente para a retomada do crescimento econômico sustentado na maioria dos países da região.

O desenvolvimento financeiro a partir da estabilização está longe de ser automático, pois além das exigências em termos de regulamentação e supervisão, a dinâmica do mercado não cobre as demandas financeiras impostas pelas necessidades do desenvolvimento. Isso não significa ressuscitar os antigos modelos de financiamento desenvolvimentistas, apoiados em operações de redesconto seletivo e em recursos fiscais e para-fiscais, mas é imprescindível que os estados latino-americanos cumpram suas tarefas de maneira inovadora, uma vez que não é factível esperar-se, pelo menos no médio prazo, que o setor financeiro privado seja capaz de desempenhar sozinho o papel das agências de fomento ágeis e bem-estruturadas, dadas as especificidades do desenvolvimento econômico.

¹³ FERREIRA e FREITAS (1995) realizaram uma tentativa de redefinir o perfil institucional das instituições financeiras de fomento latino-americanas, a fim de apoiar as micro, pequenas e médias empresas, o financiamento do desenvolvimento tecnológico e os project finance, a partir da experiência internacional. Nesse sentido, sugeriram maior atuação das instituições financeiras de fomento nos mercados de capitais, seja como fonte de funding de longo prazo, seja em operações ativas mediante participações acionárias, prestação de garantias e criação e administração de fundos de investimentos. Ver também CORREA (1996), que propõe algumas diretrizes à atuação do BNDES.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 1 ADAMS, Charles et al. (1998). **International capital markets** : developments, prospects, and key policy issues. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 1998. (World Economic and Financial Surveys).
- 2 ANTUNES, Marcelo (1999). Bancos disputam emissões internas de títulos. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 21 jul. 1999. p. B1.
- 3 BAER, Monica (1996). **Os mercados financeiros latino-americanos a partir da reinserção internacional e das experiências de estabilização nos anos 90**. Paper apresentado no seminário promovido pelo BID/Japan Development Bank - Policy-Based Finance and the Alternatives for Financial Market Development: Application to Latin American and the Caribbean of the Lessons from East Asia, Rio de Janeiro, 1996.
- 4 BANDIERA, Oriana et al. (1999). **Does financial reform raise or reduce savings?** Disponível na Internet. <http://www.worldbank.org> 1999.
- 5 BARROS, José Roberto Mendonça de; ALMEIDA JR., Mansueto Facundo de (1997). **Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil**. Disponível na Internet. <http://www.fazenda.gov.br> 1997.
- 6 BARROS, José Roberto Mendonça de; LOYOLA, Gustavo Jorge Laboissiere; BOGDANSKI, Jorge (1998). **Reestruturação do setor financeiro**. Disponível na Internet. <http://www.fazenda.gov.br> 1998.
- 7 BARROS, Luiz Carlos Mendonça de Barros; GOLDENSTEIN, Lidia (1997). O BNDES e o financiamento da reestruturação industrial. **Estudos Avançados**, São Paulo : USP/Instituto de Estudos Avançados, v. 11, n. 30, p. 463-468, maio/ago. 1997. Este artigo foi publicado também na **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 26 ago. 1997, p. A4.
- 8 BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1997). Voando baixo do México a Bancoc. **Folha de São Paulo**, 13 jul. 1997. Caderno Dinheiro, p.8.
- 9 BRAGA, José Carlos de Souza (1993). La restructuración de las finanzas (la moneda y el desarrollo en Brasil). **Investigación Económica**, México : Universidade Nacional Autónoma de México/Facultad de Economía, n. 203, p. 103-140, 1993.
- 10 BRAGA, José Carlos de Souza; CINTRA, Marcos Antonio Macedo; DAIN, Sulamis (1995). **Financing the public sector in Latin America**. Geneva : UNCTAD, 1995. (Discussion papers, 102). Existe uma versão desse trabalho em português. A instabilidade das finanças públicas da América Latina. **Ensalos FEE**, Porto Alegre : FEE, v. 16, n. 2, p. 593-702, 1995.
- 11 BRAGA, José Carlos de Souza; PRATES, Daniela Magalhães (1999). Os bancos da 'Era FHC'. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre : FEE, v. 26, n. 4, p. 167-187, mar. 1999.
- 12 CAMARGO, Gustavo (1999). O bônus (e os ônus) da internacionalização. **Gazeta Mercantil Latino-Americana**, São Paulo, 28 jun. 1999. p. 14.
- 13 CARVALHO, Maria Christina (1998). BBV pagará R\$ 500 milhões pelo Excel. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 30 abr. 1998. p. B1.
- 14 CEPAL (1998). **Impacto de la crisis asiática en América Latina**. Santiago, 1998. (LC/G. 2026/SES. 27/23).
- 15 CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1999). **Uma visão crítica da teoria da repressão financeira**. Campinas : Ed. da UNICAMP; São Paulo : FAPESP, 1999.
- 16 CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1997). **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos** : a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995). Campinas, 1997. Tese (Doutorado)- IE/UNICAMP.
- 17 CONGER, Lucy (1999a). Da restrição à abertura total. **Gazeta Mercantil Latino-Americana**, São Paulo, 28 jun. 1999. p.18.
- 18 CONGER, Lucy (1999b). Os estrangeiros crescem no Peru. **Gazeta Mercantil Latino-Americana**, São Paulo, 28 jun. 1999. p.20.

- 19 CORREA, Paulo Guilherme (1996). Desenvolvimento econômico e mercado financeiro : considerações sobre o papel dos bancos públicos e implicações normativas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 3, n. 5, p. 235-246, jun. 1996.
- 20 COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1996). Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/IE, n. 7, p. 129-154, dez. 1996.
- 21 DAMILL, Mário; FANELLI, José Maria; FRENKEL, Robert (1996). De México a México : el desempeño de América Latina en los 90. **Revista de Economía Política**, São Paulo : Nobel, v. 16, n. 4, p. 115-142, out./dez. 1996.
- 22 ECONOMIST (The) (1997). A survey of banking in emerging markets. Fragile, handle with care. London, apr. 12, 1997. Encarte.
- 23 FERNÁNDEZ, Uncaz (1999). Disputa regional enxuga sistema. **Gazeta Mercantil Latino-Americana**, São Paulo, 28 jun. 1999. p.20.
- 24 FERREIRA, Carlos Kawall Leal (1995). **O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil** : crédito de longo prazo e mercado de capitais. Campinas, 1995. Tese (Doutorado)- IE/UNICAMP.
- 25 FERREIRA, Carlos Kawall Leal; FREITAS, M. Cristina Penido de (1995). **Os bancos de desenvolvimento frente ao mercado de capitais e aos novos intermediários financeiros**. Trabalho vencedor do XVI Concurso Latinoamericano sobre Bancos de Fomento 1994/1995 realizado pela Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo (ALIDE).
- 26 FOLKERTS-LANDAU, David; MATHIESON, Donald J.; SCHINASI, Garry J. (1997). **International capital markets** : developments, prospects, and key policy issues. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 1997. (World Economic and Financial Surveys).
- 27 FRANCO, Gustavo H. B. (1996). **A Inserção externa e o desenvolvimento**. Brasília, 1996. Não publicado.
- 28 FREITAS, Maria Cristina Penido de (1998). A abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro. In: FREITAS, M. C. P. de; PRATES, D. M.; CINTRA, Marcos A. M.(Coord.). **Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90**. São Paulo : FUNDAP : FAPESP. No prelo.
- 29 FREITAS, Maria Cristina Penido de; CINTRA, Marcos Antonio Macedo; PRATES, Daniela Magalhães (Coord.) (1999a). **Transformações institucionais do sistema financeiro brasileiro após o Plano Real e o desafio do financiamento de longo prazo**. São Paulo : FUNDAP/DIESP, 1999. (Relatório de pesquisa).
- 30 FREITAS, Maria Cristina Penido de (1999b). A abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro. In: FREITAS, M. C. P. de ; PRATES, D. M.; CINTRA, M. A. M. (Coord.). **Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90**. São Paulo : FUNDAP : FAPESP. No prelo.
- 31 FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães (1998). Abertura financeira na América Latina : as experiências do Argentina, Brasil e México. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/IE, n. 11, p. 173-198, dez. 1998.
- 32 FRENKEL, Roberto (Ed) (1994). **El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste** : liberalización y regulación. New York : Banco Interamericano de Desarrollo; Buenos Aires : Centro de Estudios de Estado y Sociedad, 1994.
- 33 GUIMARÃES, Samuel Pinheiro (1999). **Capital nacional e capital estrangeiro**. Disponível na Internet. <http://www.mre.gov.br/ipri> 1999.
- 34 HELD, Gunther; SZALACHMAN, Raquel (1998). Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe en los años noventa : experiencias y políticas. **Revista de la CEPAL**, Santiago, n. 64, p. 29-46, abr. 1998.
- 35 IZAGUIRRE, Mônica; NUNES, Vicente (1999). BC impõe novas regras para entrada de estrangeiros. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 16 jul. 1999. p. B1.
- 36 IZAGUIRRE, Mônica (1999). Dívida de bancos com Proer atinge R\$ 22 bi. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 8 set. 1999. p. B2.

- 37 LUCA, Léa De (1999). Bancos mudam pouco com entrada de estrangeiros. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 26 jul. 1999. p.B1.
- 38 LUCCHESI, Cristiane Perini (1999). Bancos disputam atendimento a grandes empresas. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 9 ago. 1999. p.B1.
- 39 LUNDBERG, Eduardo (1999). **Saneamento do sistema financeiro** : a experiência brasileira dos últimos 25 anos. Brasília : Banco Central do Brasil, 1999.
- 40 MAGALHÃES, Luciana (1998). Negócio rápido surpreende mercado. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 9 jul. 1998. p. B2.
- 41 MASCHIO, José (1999). Contas CC-5 movimentaram R\$ 124 bi. **Folha de São Paulo**, 16 ago. 1999. p. 1-9.
- 42 MINTON-BEDDOES, Zanny (1995). As finanças na América Latina. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 20 dez. 1995. Relatório Especial.
- 43 PATÚ, Gustavo (1999). BC quer liberalizar mercado de câmbio. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 12 set. 1999. p.2-3.
- 44 PINTO, Celso (1999). Bancos vivem de títulos públicos. **Folha de São Paulo**, 23 mar. 1999. p. 1-7.
- 45 PRATES, Daniela Magalhães (1997). **A abertura financeira e vulnerabilidade externa a economia brasileira na década de noventa**. Campinas, 1997. Dissertação (Mestrado) – IE/UNICAMP.
- 46 PRATES, Daniela Magalhães (1998). Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. In: FREITAS, M. C. P. de; PRATES, D. M.; CINTRA, Marcos A. M.(Coord.). **Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90**. São Paulo : FUNDAP : FAPESP, 1998. No prelo.
- 47 PRATES, Daniela Magalhães; FREITAS, Maria Cristina Penido de (1998). Captação de recursos externos. In: FREITAS, M. C. P.de; PRATES, D. M.; CINTRA, Marcos A. M. (Coord.). **Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90**. São Paulo : FUNDAP : FAPESP, 1998. No prelo.
- 48 SINGH, Ajit (1992). **The stock-market and economic development** : should developing countries encourage stock-markets? Geneve : UNCTAD, 1992. (UNCTAD discussion paper, 49).
- 49 SOUZA, Leonardo (1999a). 183 bancos estrangeiros já têm escritório no País. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 2 jul. 1999. p. B3.
- 50 SOUZA, Leonardo (1999b). Banco estrangeiro amplia fatia de captação externa. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 8 jul. 1999. p. B1.
- 51 SOUZA, Leonardo (1999c). Empresas na contramão do fechamento de capital. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 24 set. 1999. p.B1.
- 52 TURNER, Philip (1995). **Capital flows in Latin America: a new phase**.. Basle : Bank for International Settlements, 1995. (Economic papers, 44).
- 53 VILAS, Oscar (1999). Chilenos vão investir no exterior. **Gazeta Mercantil Latino-Americana**. São Paulo, 28 jun. 1999. p.20.

