

# Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México<sup>1</sup>

---

*Maria Cristina Penido de Freitas e Daniela Magalhães Prates*

## **Introdução**

O objetivo deste artigo é analisar os efeitos da abertura financeira nos sistemas financeiros latino-americanos.<sup>2</sup> Nos anos 90, no contexto de retorno dos fluxos voluntários de capitais para os países da América Latina, observa-se a intensificação dos investimentos estrangeiros nos mercados financeiros nacionais. Esses investimentos assumiram, notadamente, as formas de fluxos de porta-fólio, isto é, compra de ativos mobiliários por investidores não-residentes, e de investimento direto estrangeiro mediante a aquisição de participação acionária nas instituições financeiras locais. Este artigo centra-se no estudo das mudanças ocasionadas pelo processo de abertura, no contexto de globalização financeira, nos sistemas financeiros da Argentina, Brasil e México, países que receberam a maior parte dos capitais estrangeiros investidos na região desde o início dos anos 90.<sup>3</sup>

Os efeitos desse processo sobre os sistemas financeiros nacionais não são homogêneos. Ao contrário, dependem, sobretudo, de dois fatores: do grau de abertura financeira e da gestão macroeconômica dos fluxos de capitais. Quanto maior o grau de abertura financeira e a receptividade dessa gestão em face da entrada de recursos externos, mais intensas serão as influências desses fluxos sobre os respectivos sistemas financeiros.

Na seqüência deste artigo, serão examinadas as características e os efeitos sobre os mercados financeiros da Argentina, México e Brasil dos fluxos de capitais provenientes do exterior (seção 1), da expansão dos investimentos diretos estrangeiros nos sistemas financeiros nacionais (seção 2) e as considerações finais.

---

(1) Versão modificada e atualizada do trabalho apresentado na 10ª Conferência Anual da SASE – *The Society for the Advancement of Socio-Economics*, realizada de 13 a 16 de julho de 1998 em Viena, Áustria. As autoras agradecem os comentários e sugestões do parecerista anônimo e do professor Gary A. Dymksi. Os erros e omissões remanescentes são da exclusiva responsabilidade das autoras.

(2) O grau de abertura financeira de uma economia resulta da facilidade com a qual os residentes podem adquirir direitos e assumir passivos em moeda estrangeira e do acesso dos não-residentes aos diversos segmentos do mercado financeiro local (Akyüz, 1992).

(3) Para os propósitos deste artigo, a globalização financeira é entendida como um processo que compreende a eliminação da segmentação dos diferentes mercados financeiros locais, a interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração nos mercados mundializados (Chesnais, 1994).

## 1. Os fluxos de capitais externos para a América Latina

Como ressaltado na Introdução, um dos condicionantes centrais dos impactos da globalização financeira e da absorção de recursos externos sobre os sistemas financeiros nacionais é o grau de abertura financeira das economias. Nesta seção, serão apresentadas as características gerais do processo recente de abertura financeira da Argentina, do México e do Brasil. Enfatizar-se-á o marco regulatório que disciplina, por um lado, as aplicações dos investidores não-residentes<sup>4</sup> e, por outro lado, as transações monetárias e financeiras em (ou denominadas em) moeda estrangeira nos mercados financeiros locais. O marco regulatório influencia a composição dos investimentos estrangeiros de porta-fólio – investimentos em ações e/ou títulos de renda fixa, públicos e/ou privados; depósitos em moeda estrangeira nos bancos locais; e aplicações em fundos de investimento – e, assim, seus efeitos sobre os diversos segmentos dos mercados financeiros domésticos.

### 1.1. O marco regulatório

A abertura financeira recente das economias latino-americanas inseriu-se num movimento mais geral de transformações no mercado financeiro internacional e foi parte integrante dos programas de estabilização e reformas neoliberais implementados a partir da segunda metade da década de 80.<sup>5</sup> Contudo, o grau de abertura financeira dos três países analisados é bastante heterogêneo. Na Argentina, a abertura financeira é total, o México encontra-se numa situação intermediária enquanto que no Brasil ainda existem restrições à conversibilidade da conta de capital, e, principalmente, à conversibilidade interna da moeda nacional.<sup>6</sup>

A abertura financeira da economia argentina nos anos 90 constituiu um pilar central do programa de estabilização monetária implementado pelo governo do presidente Carlos Menen. O Plano de Conversibilidade, de março de 1991, estabeleceu um regime de câmbio fixo com conversibilidade monetária, ou seja,

---

(4) Neste artigo, não será apresentado o marco regulatório referente à captação de recursos no exterior mediante a emissão de títulos de renda fixa e variável (como *Depositary Receipts*), que constitui a outra dimensão do primeiro nível de abertura, uma vez que nosso objetivo é avaliar os efeitos dos investimentos estrangeiros de porta-fólio nos mercados financeiros domésticos.

(5) Os anos 80 e 90 foram marcados por importantes modificações das finanças e do funcionamento dos mercados e instituições financeiras, seja nas esferas nacionais, seja na esfera internacional. De maneira simplificada, é possível afirmar que as principais mutações estiveram associadas ao processo de desregulamentação e/ou liberalização financeira, ao fenômeno da securitização e proliferação de novos instrumentos financeiros e ao movimento de institucionalização da poupança financeira. Todos esses desenvolvimentos se apresentaram de forma estreitamente imbricada e repercutiram-se uns sobre os outros.

(6) Esta significa a liberdade dos residentes de deterem divisas e de estabelecerem relações de crédito e débito em (ou denominadas em) moeda estrangeira no mercado financeiro doméstico.

um regime de *currency board* (Ferrari, 1998). Assim, a estratégia adotada para eliminar a hiperinflação e reverter o processo de desmonetização foi a legalização da dolarização.<sup>7</sup> A viabilidade desta estratégia também depende da total liberdade dos movimentos de capitais entre o país e o exterior, uma vez que nesse tipo de regime a base monetária é determinada pela variação das reservas internacionais, isto é, pelo ingresso líquido de recursos externos.

Várias mudanças institucionais viabilizaram e incentivaram o desenvolvimento do segmento dolarizado da economia argentina e a sua integração financeira com o exterior. Duas medidas desempenharam um papel decisivo no aprofundamento das relações financeiras em moeda estrangeira: a liberalização total do mercado de câmbio, concluída em 1991; e a Lei de Conversibilidade.<sup>8</sup> Além de estabelecer uma paridade fixa para a taxa de câmbio<sup>9</sup> e a conversibilidade do peso em relação ao dólar, esta lei autorizou a realização de contratos em qualquer moeda estrangeira. (Fanelli & Machinea, 1997). Em 1992, a nova Carta Orgânica do Banco Central completou a reforma monetária ao estabelecer a independência do Banco Central da República Argentina (BCRA), limitando fortemente sua capacidade de financiar o governo e de atuar como emprestador em última instância (Ferrari, 1997). Finalmente, a conversibilidade total da conta de capital foi obtida após a desregulamentação do mercado de capitais em 1991 – que extinguiu o imposto sobre as operações bursáteis e autorizou empresas e bancos a emitirem *Obligaciones Negociables* em moeda estrangeira e *Commercial Papers* – e a adoção da Lei de Anistia Fiscal de 1992 – que tornou isenta de tributação a repatriação de recursos de argentinos no exterior (Blejer & Rozenwurcel, 1997).

No México, o processo recente de abertura financeira, que envolveu a liberalização das aplicações de não-residentes nos mercados acionário, de títulos públicos e monetário, inseriu-se num contexto mais amplo de reforma do sistema financeiro doméstico, iniciado no final da década de 80.<sup>10</sup>

A Lei Bursátil de dezembro de 1989 ampliou o acesso dos investidores estrangeiros ao mercado de ações a partir da criação de uma nova modalidade de investimento, o *Fondo Neutro*, que possibilitou a estes investidores a aquisição de

---

(7) Na Argentina, ocorreu uma dolarização progressiva das relações monetárias e financeiras na década de 80. A realização de transações domésticas em dólar, ao lado da fuga de capitais, foram as maneiras encontradas pelos agentes para se defenderem da inflação crônica e, num segundo momento, da hiperinflação (Machinea, 1996).

(8) Em 1989, previamente ao Plano de Conversibilidade, o governo argentino já havia concedido uma maior segurança aos depósitos em moeda estrangeira. Nessa ocasião, as instituições financeiras foram obrigadas a devolver os depósitos na mesma moeda em que foram realizados. Igualmente, foi vedado o acesso do Banco Central a esses recursos (Blejer & Rozenwurcel, 1997).

(9) A taxa de câmbio foi fixada em 10.000 australes por 1 US\$. A partir de 1992, o austral foi substituído pelo peso (sendo 1 peso = 10.000 australes) e a paridade monetária foi estabelecida – 1 peso igual a 1 US\$ (Ferrari, 1998).

(10) Sobre a reforma financeira do México, que envolveu tanto a liberalização do mercado financeiro doméstico quanto a privatização dos bancos públicos, ver Armella (1993), Hasbach (1997) e Skiles (1991).

ações série A, até então exclusivas a investidores mexicanos.<sup>11</sup> Mediante este fundo, os investidores estrangeiros podem adquirir Certificados de Participação Ordinária (CPO's), que incorporam os rendimentos das ações série A, mas não os direitos patrimoniais. Até então, existiam apenas duas modalidades de investimento estrangeiro no mercado acionário mexicano: os fundos de país (*country funds*), que constituem carteiras de ações das empresas mais representativas da bolsa mexicana, cotadas em mercados financeiros externos (o primeiro fundo criado foi o Fundo México, em 1981); e, as ações de livre subscrição (ou série B). Estas ações, que constituem o mecanismo tradicional de investimento estrangeiro no mercado acionário mexicano, mantiveram sua primazia mesmo após a criação do *Fondo Neutro* (Razú, 1994).

O elemento central da liberalização da conta de capital mexicana nos anos 90 foi a abertura do mercado de títulos públicos. Em 1990, foi eliminada a proibição, vigente desde 1980, de aquisição destes títulos pelos investidores não-residentes (Hasbach, 1997 e Griffith-Jones, 1996). Adicionalmente, em dezembro de 1991, no âmbito da desregulamentação do mercado monetário, foram autorizadas as negociações de *Cetes* (*Certificados de la Tesorería*), o principal título negociado neste mercado, entre os intermediários financeiros e os investidores estrangeiros (Razú, 1994). Igualmente, as aplicações em títulos privados de renda fixa foram liberalizadas.

Vale mencionar duas medidas adicionais que contribuíram para estreitar os vínculos entre os fluxos de capitais e o mercado financeiro interno. Por um lado, em maio de 1990, foi instituído um mecanismo simples e anônimo de repatriação dos recursos aplicados no exterior, que são tributados com uma taxa única de 1% (denominada “selo fiscal”). Por outro lado, em novembro de 1991, o regime de câmbio dual, vigente desde 1982, foi abolido. Assim como na Argentina, o incentivo à repatriação de capital constituiu uma medida fundamental, dada a intensidade da fuga de capitais na década de 80 (Gurría, 1997).

O processo de liberalização da conta de capital mexicana foi acompanhado pela ampliação do terceiro nível de abertura financeira. Contudo, não ocorreu uma completa liberalização das transações em moeda estrangeira, como na Argentina. De 1986 a 1991, os depósitos em moeda estrangeira apenas eram permitidos para empresas localizadas perto da fronteira com os Estados Unidos.<sup>12</sup> Em 1991, esses depósitos também foram liberalizados para pessoas físicas domiciliadas nestas localidades e para pessoas jurídicas mexicanas de

---

(11) No México, existem vários tipos de ações representativas do capital social das empresas. As ações série A garantem o controle do capital enquanto que as demais ações (séries B, C, L) compõem o restante do capital e oferecem apenas dividendos aos acionistas.

(12) Os depósitos em dólares no sistema bancário mexicano foram pela primeira vez liberalizados em 1977, no contexto do processo de liberalização financeira dos anos 70. Todavia, em 1982, em decorrência da crise da dívida externa, foi decretada sua inconvertibilidade (Savastano, 1996).

forma geral. As condições de acesso de não-residentes a estes depósitos foram flexibilizadas em 1993, mas permanecem limitadas. Apenas representações oficiais de governos estrangeiros, organismos internacionais e pessoas físicas estrangeiras que prestam serviços a estas instituições podem abrir contas em moeda estrangeira no México (Banco do México, 1998). Devido a estas restrições, estes depósitos captam um volume reduzido de recursos e são utilizados, fundamentalmente, em operações relacionadas com o comércio exterior (Banco do México, 1997). No entanto, no âmbito da liberalização financeira doméstica, que teve como um dos seus pilares o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros, foi autorizada a emissão de títulos denominados em moeda estrangeira, como o *Tesobonus* – títulos do tesouro de curtíssimo prazo (1 a 3 meses) indexados ao dólar – e os Certificados de Depósito Bancário denominados em dólar (Armella, 1993).

No Brasil, a abertura financeira na década de 90 liberalizou, significativamente, os investimentos estrangeiros de porta-fólio no mercado financeiro doméstico. Contudo, esse movimento foi menos intenso que na Argentina e no México, tendo atingido de forma heterogênea os diversos mercados – monetário, de renda fixa e acionário.

A principal especificidade da abertura financeira do Brasil, vis-à-vis estes dois países, é a proibição de depósitos e empréstimos em moeda estrangeira de residentes e não-residentes no sistema bancário local. Um dos principais condicionantes desta especificidade foi o desenvolvimento da moeda indexada na década de 80 (aplicações financeiras de liquidez diária) que, ao substituir a moeda nacional nas suas funções de reserva de valor e unidade de conta, foi capaz de evitar a dolarização das relações monetárias e financeiras, como ocorreu na Argentina. No âmbito do terceiro nível de abertura, apenas são permitidas algumas transações denominadas em moeda estrangeira, como títulos públicos indexados à taxa de câmbio e créditos com correção cambial. Todavia, estas operações não têm uma participação relativa significativa no sistema financeiro brasileiro (Prates, 1997).

Várias modalidades de investimento de porta-fólio estrangeiro foram instituídas. Essas modalidades diferenciam-se tanto em relação ao tipo de instrumento utilizado – entrada direta ou mediante fundos de investimento – quanto ao segmento do mercado de câmbio pelo qual são realizadas. No Brasil, o mercado de câmbio oficial possui dois segmentos: o mercado de câmbio comercial, no qual são realizadas as transações comerciais e financeiras estratégicas para a economia (balança comercial, serviços fatores, dívida externa, investimentos diretos estrangeiros e as principais modalidades de investimentos de porta-fólio); e o mercado de câmbio flutuante, no qual são efetuadas as demais operações, como transferências unilaterais, turismo, etc. (Pires de Souza, 1993).

Assim, outra especificidade da economia brasileira em relação aos demais países analisados é a manutenção de um regime de câmbio dual.<sup>13</sup>

Em relação ao mercado de câmbio comercial, a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros<sup>14</sup> no mercado acionário doméstico, livre de restrições, foi autorizada em maio de 1991. Contudo, o ingresso de pessoas físicas não-residentes continua vetado.<sup>15</sup> As demais alternativas de investimento se restringem a fundos de investimento especializados, sujeitos a critérios de aplicação e a tributação no momento de ingresso no país e sobre ganhos de capital, restrições que não incidem sobre os investimentos em ações. Dentre os fundos especializados, o mais importante é o Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro (FRFCE), cujos recursos devem ser aplicados em papéis de renda fixa, sendo que um percentual mínimo deve ser investido em títulos públicos. Os demais fundos são: os Fundos de Privatização – Capital Estrangeiro destinados, exclusivamente, à aquisição de papéis de empresas em processo de privatização; os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, compostos por valores mobiliários de empresas com elevado potencial de crescimento; e os Fundos de Investimento Imobiliário, cujos recursos são destinados a empreendimentos no setor imobiliário.

Os investidores estrangeiros também têm acesso ao mercado financeiro brasileiro mediante as contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante (conhecidas como CC-5). Estas contas, constituídas em moeda nacional, não estão sujeitas a restrições quanto ao tipo de aplicação e constituem o principal canal de ingresso dos fluxos de *hot money* no país. Como esses fluxos são atraídos pelo diferencial entre os juros internos e externos, essa modalidade de investimento apenas se revelou rentável quando este diferencial era expressivo. Isso porque, além do incorrer em um maior risco cambial – já que as operações devem ser realizadas mediante o mercado de taxas flutuantes – essas operações são penalizadas com uma maior tributação. Além do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) mais elevado, ao contrário das demais modalidades de investimento de porta-fólio essas operações recebem o mesmo tratamento fiscal concedido aos residentes, devendo pagar, inclusive, a CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira).

Assim, no Brasil, o marco regulatório vigente procurou selecionar os fluxos de capitais cursados pelo mercado de câmbio comercial, instituindo

---

(13) Vale mencionar que, a partir de primeiro de fevereiro de 1999, o Conselho Monetário Nacional permitiu, mediante a Resolução n. 2.588, a unificação das posições de câmbio dos bancos nos mercados livre e flutuante. Contudo, não foi alterada a regulamentação cambial vigente, bem como a forma de registro das operações de câmbio no Sistema Eletrônico do Banco Central (SISBACEN) e respectivos registros contábeis (Dantas et al. 1999).

(14) A legislação brasileira define os investidores institucionais estrangeiros de forma ampla. Como tal, são considerados, além dos fundos de pensão e das companhias de seguro, as instituições financeiras estrangeiras e os fundos de investimento constituídos no exterior.

(15) Até então, os investidores não-residentes tinham acesso ao mercado acionário brasileiro somente mediante fundos país ou fundos de investimento constituídos internamente. Esses fundos são sujeitos a requisitos de composição e diversificação e prazo mínimo de permanência no país.

modalidades de aplicação específicas para os investimentos em renda variável e renda fixa. Simultaneamente, foi criado um instrumento de aplicação pelo mercado de câmbio flutuante, que absorveu os recursos externos mais especulativos.

Em seguida, serão examinados os efeitos dos investimentos estrangeiros de porta-fólio sobre os mercados financeiros argentino, mexicano e brasileiro. Mais especificamente, será analisado o segmento desses mercados mais afetado pelo processo de abertura financeira dos três países analisados.

## **1.2. Os impactos dos investimentos estrangeiros de porta-fólio nos mercados financeiros latino-americanos <sup>16</sup>**

Os impactos dos investimentos estrangeiros de porta-fólio sobre os mercados financeiros latino-americanos foram diferenciados em função dos distintos graus de abertura financeira, das características específicas de cada sistema financeiro, bem como das diferentes opções de gestão macroeconômica dos fluxos. Um aspecto fundamental constituiu as modalidades de aplicação nos mercados financeiros domésticos que foram liberalizadas. Os investimentos de porta-fólio implicam riscos financeiros consideráveis para os países periféricos, mais especificamente, riscos de crises cambiais e bancárias. Todavia, esses riscos dependem tanto do prazo das aplicações (fluxos de curto prazo ou médio e longo prazos) quanto das suas características – investimentos em renda fixa ou ações (BIS, 1995).

A avaliação dos efeitos desses investimentos sobre os sistemas e mercados financeiros locais pode se revelar complexa em alguns casos. Na Argentina, por exemplo, o Banco Central não realiza um registro detalhado dos fluxos de porta-fólio direcionados para o mercado financeiro interno. Grosso modo, os investimentos de porta-fólio correspondem aos fluxos de capitais não especificados, que são registrados no item “Outros Movimentos” do balanço de pagamentos. Apesar dessas limitações estatísticas, é possível apresentar os traços gerais dos impactos dos fluxos de capitais sobre o sistema financeiro argentino (Fanelli & Machinea, 1997).

Dada a pequena magnitude da demanda de dólares para transações na Argentina, depreende-se que a maior parte da expansão do segmento de depósitos em dólares (argendólares) esteve associada ao ingresso de investimentos de porta-fólio no mercado financeiro argentino a partir de 1991. Assim, os fluxos de capitais se concentraram no sistema bancário doméstico. Esses recursos

---

(16) Ultrapassa o objetivo deste artigo analisar as crises financeiras mexicana e argentina de 1995, associadas em grande parte à reversão dos fluxos de capitais após a crise do peso mexicano de dezembro de 1994. Pela mesma razão não serão examinados os impactos do espraiamento da crise asiática sobre os demais países periféricos e, em particular, latino-americanos.

representaram quase 50% do total captado pelo setor privado. A parcela restante foi direcionada para as bolsas de valores locais. Tanto residentes quanto não-residentes utilizaram estes depósitos para internalizar recursos na Argentina. Dessa forma, se protegiam do risco de desvalorização ao mesmo tempo em que usufruíam das elevadas taxas de juros internas vigentes (Fanelli & Machinea, 1997).

O ingresso de capitais teve um papel fundamental no processo de remonetização e na recuperação do nível de intermediação financeira. Dado o regime de *currency board* vigente a partir do Plano de Conversibilidade, o efeito de um aumento das reservas de divisas é a expansão da oferta monetária e, conseqüentemente, da capacidade de empréstimo do sistema bancário (Blejer & Rozenwurcel, 1997). Assim, o êxito do Plano de Conversibilidade dependeu, em grande medida, das novas condições vigentes nos mercados financeiros internacionais a partir do final da década de 80. Essas condições foram os principais determinantes do retorno dos fluxos de capitais voluntários para a América Latina.

A recuperação da demanda de ativos financeiros e do grau de monetização iniciou-se em 1991, após a adoção do Plano de Conversibilidade e inversão na direção dos fluxos de capitais (ver Tabela 1). Uma característica central do processo atual, que o diferencia dos programas similares adotados no passado, é a predominância dos depósitos em moeda estrangeira (Machinea, 1996). A participação dos depósitos em dólares sobre o total dos depósitos do sistema financeiro local atingiu 54% em 1995, contra apenas 10% em 1988. Considerando somente os depósitos a prazo, a participação do segmento dolarizado é ainda maior. Entretanto, o grau de monetização da economia argentina, além de não ter retornado aos níveis vigentes antes do processo inflacionário crônico dos anos 80, é reduzido em relação ao existente nos países desenvolvidos e mesmo em outros países em desenvolvimento (Machinea, 1996). Assim, a queda da inflação e a adoção da conversibilidade monetária não resultaram numa recuperação substancial da demanda de moeda doméstica, mas, pelo contrário, provocaram um aprofundamento da dolarização.<sup>17</sup>

A expansão do segmento dolarizado não foi acompanhada por um alongamento dos prazos dos depósitos, que continuaram concentrados em 30 dias. Dado o maior *funding* em moeda estrangeira, os créditos em dólares<sup>18</sup> predominaram. Esses créditos foram canalizados, em grande parte, para atividades produtivas voltadas para o mercado interno e para o financiamento de bens de consumo duráveis (Blejer & Rozenwurcel, 1997). Dessa forma, a vulnerabilidade do sistema financeiro argentino à reversão dos fluxos de capitais, intrínseca ao

---

(17) Este fenômeno, conhecido como *hysteresis*, também foi observado em outros países que enfrentaram processos inflacionários crônicos e/ou hiperinflacionários, e nos quais a contrapartida da desmonetização foi a dolarização, como a Bolívia e o Peru (Savastano, 1996).

(18) A participação dos empréstimos em dólares atingiu 58% do total em 1994 contra 40% em 1991 (Ferrari, 1998).



regime de conversibilidade, é agravada pela liquidez dos depósitos em dólares (e pesos) e pela concentração dos empréstimos em setores *non-tradables*, que ampliam a exposição das carteiras dos bancos às desvalorizações cambiais (Fanelli & Machinea, 1997). Vale lembrar que a inexistência de emprestador em última instância acentua ainda mais essa vulnerabilidade, que se explicitou com a crise do México de dezembro de 1994. A saída de capitais provocada pelo “efeito tequila” resultou numa grave crise bancária no primeiro semestre de 1995 e numa intensa recessão econômica.<sup>19</sup>

Tabela 1  
Os agregados monetários da economia argentina

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
M1 em % PIB	2,1	4,3	5,2	6,0	6,1	6,7	7,7
M2 em % PIB	3,8	7,4	9,5	11,8	11,9	11,1	13,0
M2 <sup>(1)</sup> em % PIB	5,0	11,1	14,4	19,0	20,0	19,5	23,1
Depósitos em US\$/Total	28,0	45,0	45,0	47,0	51,0	54,0	53,9
Depósitos a prazo em US\$/Total	30,0	54,0	54,0	58,0	65,3	71,9	72,3

<sup>(1)</sup> Inclui os depósitos em dólares.

Fontes: BCRA (Fanelli & Machinea, 1997), *Carta Econômica* (Mayer, 1997a) e *Carta Econômica* (Ferrari, 1998).

Finalmente, é importante mencionar que a gestão macroeconômica subjacente ao regime de conversibilidade interna envolve um grau significativo de receptividade aos fluxos de capitais, uma vez que a entrada de capitais não influi nas políticas cambial e monetária – e, portanto, não se traduz num aumento da dívida pública –, mas na expansão dos depósitos em dólares nos bancos, que estimula, por sua vez, a demanda e a atividade econômica internas.

No México, os investimentos estrangeiros de porta-fólio representaram mais de 60% dos fluxos de capitais absorvidos pelo País no período 1990/94. Esses fluxos direcionaram-se, essencialmente, para aplicações em ações e papéis do governo mexicano (Tabela 2). As aplicações no sistema bancário, como depósitos a prazo e certificados bancários denominados em moeda estrangeira, não foram significativas. O segmento do mercado financeiro mexicano mais afetado pela abertura financeira foi o mercado de títulos públicos.<sup>20</sup> Em relação ao mercado acionário, os impactos dos investimentos estrangeiros de porta-fólio foram menos significativos, pois a maior parte das ações foi adquirida mediante *ADR*. Houve, assim, um vazamento da liquidez para as bolsas de valores norte-americanas, principalmente para a Bolsa de Nova Iorque.<sup>21</sup>

(19) Sobre a crise bancária argentina em 1995, ver Blejer & Rozenwurcel (1997), Machinea (1996) e Ferrari (1998).

(20) No México, o mercado de títulos privados é pouco desenvolvido. Sendo assim, os títulos públicos dominam o mercado de títulos de renda fixa (Skiles, 1991).

(21) No caso do México, e também da Argentina, a evasão dos negócios das bolsas de valores locais foi impulsionada pela utilização dos programas de *ADR* e *GDR* nos processos de privatização. Esses programas tinham como objetivo reduzir a possibilidade de saturação dos títulos no mercado local, dado o volume de ações envolvido relativamente à dimensão das bolsas de valores locais (CEPAL, 1994).

O volume expressivo de aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos constitui a principal especificidade do México, vis-à-vis os outros países analisados. No período 1990/94, essas aplicações corresponderam a 55% do total dos fluxos de porta-fólio estrangeiros. Entre 1991 e 1993, os não-residentes absorveram a maior parte das novas emissões de títulos públicos, sobretudo as de curto prazo. Sua participação no estoque da dívida pública mexicana passou de 8% no final de 1990 para 57% no final de 1993 (Griffith-Jones, 1996).<sup>22</sup>

Tabela 2  
Os investimentos estrangeiros de porta-fólio no mercado financeiro mexicano – em US\$ milhões

Anos	Ações				Obrigações do governo						Total	
	Mercados de ADRs		Mercado bursátil mexicano <sup>(1)</sup>		Cetes	Tesobonos		Outros				
	Estoque	%Total	Estoque	%Total		Estoque	%Total	Estoque	%Total	Estoque		%Total
1991	13.7	73.9	4.9	26.1	18.6	3.0	54.0	0.3	4.7	2.2	41.3	5.5
1992	21.2	73.8	7.5	26.2	28.7	9.2	64.3	0.2	1.4	4.8	34.3	14.2
1993	34.0	62.2	20.6	37.8	54.6	15.4	70.2	1.3	5.9	5.2	23.9	21.9
1994	21.2	61.6	13.2	38.4	34.4	2.5	12.3	17.4	85.0	0.6	2.7	20.5
1995	15.2	62.1	9.3	37.9	24.5	2.8	82.0	0.2	5.6	0.4	12.4	3.4
1996	15.1	48.8	15.9	51.2	31.0	3.0	89.2	0.0	0.0	0.4	10.8	3.4

<sup>(1)</sup> Inclui as ações de livres subscrições, *Fondo Neutro* e os fundos de país.

Fonte: Banco do México (Informe Anual, 1997).

Em 1994, houve uma mudança significativa na composição da dívida pública detida pelos investidores estrangeiros. Os *Cetes*, títulos denominados em peso, foram substituídos progressivamente pelos *Tesobonos*, títulos de curtíssimo prazo indexados ao dólar (ver Tabela 2). Após fevereiro desse ano, devido ao aumento da taxa de juros norte-americana e do risco cambial – associado à trajetória crescente do déficit em conta corrente – o prêmio exigido pelos investidores estrangeiros para manterem suas posições em *Cetes* cresceu substancialmente. Para evitar a elevação significativa do custo de rolagem da dívida pública assim como a saída de capitais, o governo mexicano passou a oferecer *Tesobonos* aos investidores não-residentes. Em consequência, em meados de 1994, estes investidores detinham 80% do estoque desses títulos fora do sistema bancário (Goldestein & Turner, 1996).

A experiência mexicana ilustra os efeitos negativos da abertura do mercado de títulos públicos aos investidores estrangeiros, principalmente quando estes são de curto prazo e denominados em moeda estrangeira. O mercado de *Tesobonos* foi um dos principais focos da crise cambial de 1994.<sup>23</sup> A dimensão do

(22) O prazo médio das aplicações dos não-residentes em 1993 era de 280 dias, contra 350 dias dos residentes (Griffith-Jones, 1996).

(23) O segundo foco da crise foi o sistema bancário, pois os bancos tinham um estoque elevado de passivos em moeda estrangeira de curto prazo, sendo que uma parcela desses passivos tinham *Tesobonos* como colaterais. Para maiores detalhes sobre a crise bancária mexicana, ver Griffith-Jones (1996) e Folkerts-Landau & Ito (1996).

estoque destes títulos em poder de não-residentes, que superava as reservas internacionais, aumentou a vulnerabilidade do balanço de pagamentos e das contas públicas a uma possível reversão dos fluxos de capitais. Diante da crescente desconfiança em relação à capacidade do governo mexicano de honrar o pagamento destes títulos, os investidores estrangeiros passaram a vender suas posições. Como o nível de reservas era reduzido diante da dimensão da fuga de capitais, o Banco Central Mexicano não conseguiu conter a crise cambial e foi obrigado a optar pela flutuação do câmbio. Ademais, o setor público deparou com a necessidade de refinar um estoque elevado de dívidas de curto prazo denominadas em dólares (US\$ 9,9 bilhões venciam no primeiro trimestre de 1995), cujo valor em moeda nacional foi ampliado devido à desvalorização cambial.

Cabe ressaltar que parte significativa do aumento da dívida pública esteve associada à política monetária de esterilização parcial do ingresso de recursos externos. Ao evitar a queda da taxa de juros doméstica, essa política acabava, por sua vez, estimulando os fluxos de capitais<sup>24</sup> (Razú, 1994). No entanto, como a dívida pública estava sendo adquirida por não-residentes, a política de esterilização não foi eficaz em reduzir a vulnerabilidade da economia e do sistema financeiro aos fluxos de capitais. Pelo contrário, essa estratégia acentuou a fragilidade externa da economia mexicana.

No Brasil, quase a totalidade dos investimentos estrangeiros de porta-fólio direcionaram-se para a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a maior bolsa de valores do país. A captação de recursos externos mediante fundos de investimento foi pouco significativa. Apenas o FRFCE captou um volume mais expressivo de recursos nos momentos de elevado diferencial de juros, os quais foram aplicados, principalmente, em títulos públicos indexados à taxa de câmbio, semelhantes aos Tesobonos mexicanos. Os investimentos mediante as contas de não-residentes também foram canalizados, predominantemente, para estes ativos. Todavia, o estoque destes títulos em poder de não-residentes é reduzido.

Assim, os efeitos da abertura financeira concentraram-se no mercado secundário de ações. Ao contrário do México, os investimentos de porta-fólio no mercado acionário local eram, até meados de 1998, mais expressivos que as aplicações em ADRs.<sup>25</sup> Esta especificidade pode ser explicada pela dimensão do mercado brasileiro, que apresenta uma maior capitalização e, conseqüentemente, uma maior liquidez que o mercado mexicano. Adicionalmente, no Brasil o processo de privatização não envolveu, até o momento, a emissão de *Depositary Receipts*.

---

(24) Além da política de esterilização, outras medidas foram acionadas para neutralizar parcialmente o impacto monetário dos fluxos, entre as quais flexibilização da política cambial, com a adoção de um regime de bandas cambiais em 1991. Os superávits fiscais também cumpriram um papel importante na esterilização dos recursos externos (Gurría, 1997).

(25) O número de programas de ADR de empresas brasileiras ainda é pequeno em termos absolutos e vis-à-vis os demais países latino-americanos. O valor de mercado das ações negociadas no mercado de ADR correspondia a somente 6,5% da capitalização da BOVESPA em dezembro de 1997 (Freitas & Prates, 1998).

A participação dos investidores estrangeiros no total negociado na BOVESPA aumentou significativamente no período recente, passando de 6% em 1991 para 29,4% em 1995. A partir de 1996, observou-se uma pequena redução da participação desses investidores. O crescimento da participação estrangeira foi acompanhado pela ampliação contínua dos volumes negociados e da capitalização do mercado (ver Tabela 3). Vale mencionar que o aumento de mais de 100% do volume de negócios entre 1996 e 1997 esteve associado às privatizações da Vale do Rio Doce e de várias empresas de energia elétrica estaduais. Os negócios também foram estimulados pelo avanço do processo de privatização dos Sistemas TELEBRÁS e ELETROBRÁS, com o início dos estudos de avaliação e modelagem da venda e a montagem das agências de regulação para os setores de telecomunicações, energia elétrica e petróleo (ANATEL, ANEEL e ANP, respectivamente).

A abertura financeira, no entanto, não contribuiu para a redução do grau de concentração do mercado secundário e para a dinamização do mercado primário de ações. Isso porque, as aplicações dos investidores estrangeiros concentraram-se em ações de empresas estatais em processo de privatização, sobretudo da TELEBRÁS (Telecomunicações Brasileiras), diante das perspectivas de valorização após a privatização. Sendo assim, o valor de mercado e a liquidez das ações das empresas privadas continuaram em patamares reduzidos, o que desestimulou a demanda dos investidores e as novas emissões. Assim, foi criado um círculo vicioso. O volume pouco expressivo de emissões primárias implicou uma redução da participação relativa das ações dessas empresas no mercado secundário, reforçando a concentração das negociações nos papéis mais líquidos (Prates, 1998).

Tabela 3  
Participação dos investidores estrangeiros e os indicadores da  
Bolsa de Valores de São Paulo

Anos	Investimento estrangeiro <sup>(1)</sup>	Volume total negociado <sup>(2)</sup>	Capitalização do mercado acionário <sup>(2)</sup>	Principal ação negociada <sup>(3)</sup>
1991	6,0	28,4	43.615,1	41,3
1993	16,0	96,4	99.430,1	50,2
1994	21,4	303,6	189.058,2	40,1
1995	29,4	233,3	147.560,0	49,8
1996	28,6	356,0	216.927,0	61,2
1997	25,9	786,7	255.409,0	55,86

<sup>(1)</sup> Participação dos investimentos estrangeiros no volume total negociado em porcentagem.

<sup>(2)</sup> Em US\$ milhões.

<sup>(3)</sup> Com porcentagem do volume total dos negócios.

Fonte: BOVESPA (Revista Mensal, vários números).

Apesar dos investimentos de porta-fólio em ações (aplicações de renda variável) serem menos voláteis que as aplicações em renda fixa, devido ao maior risco de perda de capital, é importante ressaltar que esses investimentos também implicam riscos financeiros para os países periféricos. Dada a grande dimensão dos fluxos de capitais vis-à-vis o tamanho dos mercados acionários, os movimentos de realocação dos porta-fólios dos investidores estrangeiros têm fortes impactos sobre os preços das ações, que passam a apresentar uma maior volatilidade (Akyüz, 1992 e Devlin et al. 1995). Os efeitos perversos destes movimentos sobre o mercado acionário brasileiro tornaram-se evidentes durante as crises mexicana e asiática. Nos dois momentos – primeiro trimestre de 1995 e último trimestre de 1997 – as cotações registraram fortes desvalorizações como conseqüência da venda de posições por parte dos investidores estrangeiros para cobrir perdas em outros mercados emergentes e/ou aumentar o caixa para fazer frente aos resgates dos cotistas.

## **2. A ampliação dos investimentos diretos estrangeiros nos sistemas financeiros nacionais**

Os mercados financeiros dos países da América Latina atraíram também, ao longo dos anos 90, investimentos diretos estrangeiros que assumiram as formas de participações acionárias em intermediários financeiros locais e de instalação de novas sucursais ou subsidiárias de controle integral de instituições financeiras estrangeiras. De um lado, esse movimento foi estimulado pela nova dinâmica concorrencial das instituições financeiras nos países industrializados, marcada pela eliminação das barreiras entre as atividades dos bancos e das instituições financeiras não-bancárias e daquelas existentes entre as atividades bancárias e de seguro nos países onde já predominava a organização bancária universal (Borio & Filosa, 1995), e pela concentração e centralização dos capitais nos mercados nacionais sob a forma de fusões e aquisições (Freitas, 1997). De outro lado, foi viabilizado pela abolição ou flexibilização das restrições existentes em diversos países à instalação de filiais e de sucursais no mercado doméstico por instituições estrangeiras, à participação de não-residentes no capital social das instituições nacionais e às atividades dos intermediários financeiros estrangeiros nos mercados locais. Essas medidas de liberalização vis-à-vis o tratamento conferido às instituições financeiras estrangeiras foram adotadas tanto pelos países industrializados como pelos países periféricos (Freitas, 1998).

A intensificação das pressões concorrenciais nos mercados nacionais dos países centrais estimulou os bancos e outros tipos de intermediários financeiros a buscarem novos espaços de valorização. Numa estratégia de fortalecimento de uma posição global, as instituições financeiras escolheram a diversificação

geográfica de suas atividades pela instalação de filiais e/ou subsidiárias em países estrangeiros. A principal diferença entre essa evolução e a internacionalização dos anos 60 e 70 reside no fato de que as estratégias de apoio às empresas multinacionais e de financiamento externo dominantes àquela época cederam a primazia à estratégia de diversificação das atividades nos mercados locais dos países anfitriões. Isso exige redes de agências mais densas e uma maior integração das instituições estrangeiras ao sistema bancário local do que anteriormente.

Ao lado da necessidade de diversificação fora dos mercados nacionais saturados, a estabilização sustentada das economias latino-americanas, as perspectivas de numerosos negócios rentáveis e a predominância de competidores locais relativamente mais fracos são os fatores que explicam o movimento recente de entrada de importantes grupos financeiros estrangeiros na região nos últimos anos. Os países de língua espanhola foram os primeiros alvos dos investimentos diretos de instituições financeiras estrangeiras. Na segunda metade dos anos 90, a hora e vez do Brasil chegou. O mercado financeiro brasileiro é o mais cobiçado da região, pois é fonte de lucros expressivos para os bancos estrangeiros aqui já instalados.

Nesta seção, examina-se a expansão recente da presença das instituições bancárias estrangeiras na Argentina, Brasil e México. Inicialmente, serão enfocadas as modificações no tratamento legal e regulatório conferido ao capital estrangeiro, destacando seus determinantes. Em seguida, serão analisadas as estratégias de expansão adotadas pelos bancos estrangeiros nesses três países latino-americanos e seus resultados.

## **2.1. A modificação do tratamento legal conferido ao capital estrangeiro**

Os três países analisados apresentam traços distintos no que se refere ao tratamento legal conferido às instituições estrangeiras. Enquanto na Argentina essas instituições encontraram um ambiente regulatório mais favorável, no México e no Brasil as condições em vigor para o estabelecimento de filiais por instituições não-residentes e para a participação no capital social de instituições nacionais locais são ainda mais restritivas. Assim, observa-se igualmente diferentes graus de abertura e de liberalização.

Na Argentina, a abertura do sistema financeiro local às instituições estrangeiras foi promovida no final dos anos 70, mais precisamente no contexto da reforma financeira de 1977. Nessa ocasião, todas as restrições à entrada de novas instituições e à expansão das redes bancárias foram abolidas, seja para as instituições nacionais, seja para as instituições estrangeiras (Feldman & Sommer, 1984). Na prática, a legislação argentina adotou o princípio do tratamento nacional para os bancos estrangeiros, pelo qual se aplicam a essas instituições as mesmas

regras ou regras não menos favoráveis que aquelas praticadas para as instituições nacionais, sem nenhuma discriminação. Ademais, essa reforma ampliou o leque de atividades permitidas para todos os bancos.

O tratamento não-discriminatório conferido ao capital estrangeiro permitiu recentemente a desnacionalização do sistema financeiro argentino. As instituições estrangeiras que durante o período de alta inflação ocupavam posições modestas no mercado local deram início a partir de 1997 a uma série de aquisições (e de compra de participações) de bancos nacionais. Atualmente, excetuando os dois grandes bancos públicos (Banco de la Nación e Banco de la Provincia de Buenos Aires) e um banco privado – Banco Galicia y Buenos Aires –, os principais bancos argentinos são atualmente controlados por não-residentes.

A concentração do sistema bancário argentino também pode ser constatada pela redução do número de instituições que passou de 205 em dezembro de 1994 para 138 em dezembro de 1997. E mais importante ainda, os três maiores bancos privados sob controle de não-residentes têm ampliado continuamente suas fatias de mercado, através da introdução de novos produtos (Adams et al. 1988: 161).

No México, até os anos 90, prevalecia a mais completa interdição ao estabelecimento de bancos estrangeiros no país. A presença dessas instituições era permitida exclusivamente sob a forma de escritórios de representação, para os quais o campo de atividades era muito limitado, dado que não podiam realizar diretamente nenhuma operação de intermediação financeira. Ademais, desde a estatização do sistema bancário em 1981 até a privatização no início dos anos 90, a criação de novas instituições bancárias mesmo por residentes estava completamente proibida.<sup>26</sup>

Em julho de 1990, a promulgação de uma nova lei das instituições de crédito marcou o início da flexibilização das condições de acesso das instituições estrangeiras ao sistema financeiro local. Pela edição dessa lei, a *Secretaria de la Hacienda et do Credito Publico* (SHCP), responsável pela regulamentação das instituições financeiras, foi investida de poderes para autorizar a implantação no país de agências de bancos estrangeiros. Todavia, essas sucursais podiam somente transacionar com não-residentes. (Ferreira et al. 1998). Nessa mesma ocasião, autorizaram a participação minoritária estrangeira no capital social das corretoras.

Um importante passo em direção à liberalização das interdições vis-à-vis as instituições financeiras estrangeiras foi dado em abril de 1994, quando, no âmbito do Tratado de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA), foram estabelecidas as regras para implantação de filiais mexicanas de instituições financeiras estrangeiras. Desse modo, foi autorizada a abertura direta de filiais de

---

(26) É preciso destacar que o governo mexicano autorizou a participação de instituições estrangeiras no processo de privatização dos bancos mexicanos. Porém, essa participação foi limitada a 30% do capital total, com um teto máximo individual de 5% para cada investidor.

bancos e de corretoras americanas e canadenses, como também a constituição de dez grupos financeiros estrangeiros, dos quais seis são integrados por um banco. Além disso, treze filiais de companhias de seguros estrangeiras foram autorizadas a operar no país (Hasbach, 1997).

Um abrandamento adicional das restrições aos bancos estrangeiros na economia mexicana ocorreu no contexto da grave crise do sistema bancário no final de 1994. Com o objetivo de fortalecer o capital das instituições fragilizadas pela crise, a legislação relativa à estrutura do capital social dos bancos e das sociedades de controle dos grupos financeiros foi modificada em fevereiro de 1995, de modo a permitir a participação de pessoas jurídicas estrangeiras (Banco do México, 1996). Os não-residentes foram autorizados a adquirir ações da série B e ações da série L, dentro do limite individual de 20% do capital das instituições mexicanas. Esse limite pode ser, contudo, ampliado no caso de uma filial mexicana de um banco estrangeiro adquirir o controle de um banco nacional mediante a subscrição da totalidade das ações da série A. Para evitar que os maiores bancos mexicanos sejam adquiridos por instituições estrangeiras, a SHCP estabeleceu que um banco estrangeiro individual não pode possuir mais de 6% dos ativos totais do sistema bancário doméstico (Mayer, 1997b).

No Brasil, com exceção do período 1946 a 1964 quando vigorou a mais completa liberdade de acesso de instituições estrangeiras ao sistema financeiro nacional, sempre houve regras restritivas, seja à entrada de bancos estrangeiros, seja às condições operacionais no mercado local. Desde a reforma financeira de 1965 até o ano de 1995, os investimentos diretos estrangeiros no sistema bancário, bem como o leque de atividades permitidas aos bancos estrangeiros, dependiam da aplicação do princípio de reciprocidade. De modo geral, esse princípio estabelece que o acesso e as atividades de instituições financeiras estrangeiras são submetidos às mesmas restrições ou interdições aplicáveis aos bancos nacionais, presentes ou interessados em se instalar, nas praças financeiras de seus países de origem. Por esse critério, o governo brasileiro autorizava exclusivamente a entrada de bancos originários dos países que permitiam o acesso de bancos brasileiros aos seus sistemas financeiros. A instalação de escritórios de representação esteve livremente permitida ao longo desse período. Não havia nenhuma restrição, nem mesmo a exigência de uma aprovação prévia pelas autoridades brasileiras.

A partir da promulgação da nova Constituição em 1988, o acesso do capital estrangeiro ao sistema financeiro tornou-se virtualmente proibido. Isto porque dependia da elaboração pelo Congresso de um quadro disciplinar, cuja lei normativa não foi votada até hoje. Todavia, o artigo 52 das Disposições Constitucionais Transitórias deixou em aberto a possibilidade de entrada de instituições financeiras estrangeiras no mercado brasileiro, prevendo autorizações resultantes de acordos internacionais, da aplicação do princípio de reciprocidade, em contrapartida ao estabelecimento de filiais de bancos brasileiros no exterior, e



de circunstâncias consideradas de “interesse nacional” pelo governo. Os pedidos são examinados caso a caso, com aprovação final pelo presidente da República.

Em agosto de 1995, aproveitando dessa prerrogativa, o governo estabeleceu, através da Exposição de Motivos n. 311, que é do interesse do país permitir a entrada e/ou a ampliação da participação estrangeira no sistema financeiro nacional. Essa decisão foi tomada no contexto de fragilidade financeira crescente do sistema bancário brasileiro. Esse sofria as conseqüências de uma brutal contração da liquidez em virtude das medidas econômicas restritivas adotadas em resposta aos impactos da crise mexicana. Igualmente, a abertura do sistema financeiro brasileiro ao capital estrangeiro veio ao encontro do interesse de inúmeras instituições financeiras estrangeiras e, ao menos em parte, das exigências internacionais expressas em diferentes fóruns, como a Organização Mundial do Comércio (WTO), o Mercado Comum do Sul (Mercosul) e a Área de Livre Comércio das Américas (ALCA).

A abertura do mercado de capitais, o processo de privatização e de reestruturação industrial, os negócios associados ao financiamento da renovação da infra-estrutura econômica local foram os principais atrativos para o investimento direto estrangeiro no sistema financeiro brasileiro. Diversas instituições financeiras manifestaram um grande interesse em operar no país, de modo a se beneficiarem das vastas possibilidades de negócios e de lucratividade, sobretudo, no segmento bancário de investimento. O potencial de crescimento do mercado de varejo e de contas bancárias, cujo número ainda é pequeno em relação ao tamanho da população local, exerce também uma forte atração para os bancos estrangeiros, sejam os recém-chegados, sejam aqueles instalados no país há muito tempo. Enquanto existe uma agência bancária para 4.500 pessoas no Brasil,<sup>27</sup> há uma agência para 2.000 pessoas na Alemanha e uma agência para 1.100 pessoas na Espanha (*The Economist*, 1998: 61).

O anúncio da decisão do governo de autorizar a participação estrangeira no capital social de instituições privadas nacionais e na privatização dos bancos públicos, bem como a entrada de novas subsidiárias estrangeiras, acarretou a exacerbação do interesse das instituições financeiras estrangeiras em entrar no mercado financeiro local. Após agosto de 1995, observou-se a multiplicação de contatos entre os bancos locais e os bancos estrangeiros interessados em se associar ou em adquirir uma participação acionária majoritária, ou mesmo integral.

Esse movimento assumiu tal proporção que o Banco Central começou a exigir dos demandantes de autorização de entrada e/ou de ampliação da rede de agências o pagamento de um tipo de pedágio a título de contribuição para a recuperação dos recursos públicos utilizados no saneamento do sistema

---

(27) Cálculo efetuado a partir do número de agências bancárias divulgado pela FEBRABAN e da população economicamente ativa, cujo último dado disponível é o de 1996.

financeiro,<sup>28</sup> exceto nos casos em que as instituições estrangeiras adquiriram bancos em situação falimentar ou com grandes problemas financeiros. Desde o fim de 1995 até o mês de fevereiro de 1998, o Banco Central brasileiro arrecadou o equivalente a US\$ 140 milhões (e esperava receber outros US\$ 50 milhões) em contrapartida de 24 autorizações de entrada, aquisição e/ou ampliação da participação acionária estrangeira no capital de instituições financeiras locais (Freitas, 1998).

É preciso salientar que essas iniciativas de flexibilização das condições de entrada e de funcionamento dos bancos estrangeiros são fortemente recomendadas aos governos dos países em desenvolvimento pelos representantes dos organismos multilaterais como o FMI e o Banco Mundial. Na visão desses organismos oficiais, a maior participação do capital estrangeiro nos sistemas bancários locais contribuiria para fortalecer a capacidade desses sistemas em suportar os choques macroeconômicos. Isto porque os prejuízos das subsidiárias locais dos bancos estrangeiros não se traduziriam em falências. Ademais, pela introdução de uma “maior concorrência”, espera-se do capital financeiro estrangeiro a resolução das principais insuficiências dos mercados financeiros locais, como por exemplo as margens e os custos operacionais muito elevados em comparação com as referências internacionais, a concentração elevada dos riscos e a existência de mercados de capitais estreitos.<sup>29</sup>

## **2.2. As estratégias de expansão dos bancos estrangeiros**

Com o propósito de diversificar suas atividades no estrangeiro, os bancos seguem diversas estratégias de expansão, adaptando-as ao quadro regulatório e legal do país anfitrião. Para os recém-chegados, a opção reside em escolher entre a instalação de uma sucursal ou uma subsidiária local com controle integral e a aquisição de participação acionária em uma instituição nacional. Já as preferências dos bancos estrangeiros já instalados recaem, seja no crescimento gradual mediante a construção de uma ampla rede de agências e pela expansão da sua base de negócios, seja em uma agressiva política de compra de fatias de mercado pela absorção dos concorrentes. Essa tipologia pode ser aplicada na análise da expansão da presença das instituições bancárias estrangeiras na América Latina nos anos 90.

Como mostram as informações apresentadas no Quadro 1, no México, os bancos estrangeiros aproveitaram as medidas recentes de flexibilização das

---

(28) Embora não exista critérios explícitos, o valor do "pedágio" parece ser definido a partir do capital mínimo fixado para cada modalidade de instituição financeira.

(29) Essas teses estão longe de ser consensuais. Porém, escapa ao objetivo desse artigo discuti-las em uma perspectiva crítica. Sobre alguns desses pontos ver Freitas (1998).

condições de acesso após a grave crise financeira de 1995, adquirindo participações no capital social das instituições locais, colocadas sob controle do organismo de supervisão, a Comissão Nacional Bancária e de Valores (CNBV), e/ou financiadas pelo “Fobaproa”, o fundo de garantia dos depósitos bancários. No caso brasileiro, certas instituições estrangeiras optaram também pela aquisição do controle acionário dos bancos locais, enquanto outras preferiram a criação de sucursal ou de subsidiária.

Quadro 1  
Os principais participantes da internacionalização bancária no Brasil e no México 1995/98

País anfitrião	Instituição Financeira	País de origem	Forma de entrada
Brasil	<i>Hong Kong Shanghai Banking Corporation (HSBC)</i>	Reino Unido	Aquisição dos ativos do Banco Bamerindus, o qual estava em situação falimentar
	<i>Groupe Crédit Suisse Nations Bank</i>	Suíça	Aquisição do Banco de Investimento Garantia
	<i>United Bank of Switzerland</i>	Estados Unidos	Aquisição de 51% do capital do Banco Liberal
	Banco Bilbao Viscaya (BBV)	Suíça	Instalação de subsidiária de controle integral
	<i>Rabobank</i>	Espanha	Aquisição do Banco Excel-Econômico, o qual estava em situação falimentar
México	<i>Rabobank</i>	Holanda	Instalação de sucursal
	BBV	Espanha	Aquisição de 70% do grupo financeiro Proburza
	<i>Bank of Nova Scotia</i>	Canadá	Aquisição de 45% do capital do Banco Inverlat
	<i>Bank of Montreal</i>	Canadá	Aquisição de 16% do Bancomer
	<i>A. G. Alemania</i>	Alemanha	Aquisição do controle dos bancos Banoro e Bancrecer
	Banco de Santander	Espanha	Instalação de subsidiárias e aquisição de 51% do capital do Banco Mexicano
	HSBC	Reino Unido	Aquisição de 20% do capital do grupo financeiro Serfin
Banco Central Hispanoamericano	Espanha	Aquisição de 10% do capital do grupo financeiro Prima International	

Fontes: Conger (1998), Freitas (1998), Warner (1995, 1998), Villar et al. (1997), Taylor (1997), *The Banker* (1997a), Cypher (1996).

No que se refere à expansão dos bancos já instalados na região, o exame do movimento recente revela que na Argentina a absorção ou a aquisição de participação majoritária nos bancos locais tornou-se o meio preferido pelas instituições estrangeiras para reforçar suas posições no mercado local, como comprovam os exemplos apresentados no Quadro 2. No Brasil, ao contrário, o balanço foi mais mitigado. Os bancos mais antigos no país, como o inglês Lloyds, o americano Citi, e o holandês ABN-Amro adotaram estratégias de expansão distintas. No México, em agosto de 1997, a subsidiária mexicana do Citibank, o único sobrevivente da estatização dos anos 80, adquiriu o banco Confia. Esse banco havia sofrido intervenção do Banco Central em consequência de suas atividades irregulares no estrangeiro (*The Banker*, 1997b: 46).

Quadro 2  
Alguns exemplos da expansão recente dos bancos estrangeiros na América Latina – 1995/98

País anfitrião	Instituição financeira	País de origem	Formas de expansão
Argentina	<i>Hong Kong Shanghai Banking Corporation</i> (HSBC)	Reino Unido	Aquisição de 100% do Banco Roberts
	BankBoston	Estados Unidos	Aumento da rede de agências
	Banco de Santander	Espanha	Aquisição de 51% do capital social do Banco Rio de la Plata
	<i>Bank of Nova Scotia</i>	Canadá	Aumento da participação acionária de 25% para 100% no capital do Banco
	Grupo Socimer	Suíça	Aquisição de 30% do capital do Banco Patricios
	<i>Bankers Trust</i>	Estados Unidos	Aquisição de 51% do capital do Banco Liniers Sudamericano
	<i>Crédit Agricole</i>	França	Aquisição de um terço do capital do Banco Bisel
Brasil	Banco Bilbao Viscaya (BBV)	Espanha	Fusão entre o Banco Francés do Rio de la Plata, controlado pelo BBV, e o Banco Credito Argentino
	Citibank	Estados Unidos	Aumento da rede de agências
	BankBoston	Estados Unidos	Aumento da rede de agências
	Banco de Santander	Espanha	Aquisição de 51% do capital do Banco Geral do Comércio e do Banco Noroeste
	Lloyds Bank	Reino Unido	Aquisição do Banco Multiplic e de sua financeira
México	ABN-Amro Bank	Holanda	Aquisição de 40% do capital do Banco Real
	Citibank	Estados Unidos	Aquisição do Banco Confia

Fontes: Conger (1998), Freitas (1998), Warner (1995, 1998), Taylor (1997), *The Banker* (1997a, b).

No caso dos três países aqui analisados, as estratégias agressivas de expansão adotadas pelos bancos espanhóis, e também por outros novos rivais como o HSBC, forçaram reações defensivas dos bancos estrangeiros estabelecidos há muito tempo na região. Alguns optaram por ampliar suas redes de agências, como o BankBoston no Brasil e na Argentina, enquanto outros decidiram comprar bancos locais ou adquirir participações acionárias, como o *Bankers Trust* na Argentina, o Lloyds e o ABN-Amro no Brasil.

O resultado desse movimento recente de internacionalização sugere uma tendência de crescente importância das instituições financeiras nos mercados financeiros locais dos países latino-americanos analisados. Contudo, o ritmo da ampliação da presença estrangeira varia de modo expressivo de um país a outro. Como pode ser verificado pelos dados da Tabela 4, no período de dezembro de 1994 a dezembro de 1997, a participação estrangeira nos três sistemas financeiros aumentou mais rapidamente no México que no Brasil e na Argentina. No México, a expansão foi a mais significativa: os bancos estrangeiros possuíam em dezembro de 1997 quase 20% do mercado contra 1,2% em 1994. No Brasil, o avanço dos

bancos estrangeiros também foi importante, em particular nos anos de 1997 e 1998. A participação dos estrangeiros nos ativos totais do sistema bancário passou de 11 a 21,1% no período considerado (e atingiu 24,8% em junho de 1998). Na Argentina, a participação dos bancos estrangeiros nos ativos totais atingiu 35% em junho de 1997 contra 22% no início do período. Não foi possível obter informações sobre a posição da participação estrangeira em dezembro de 1997, a qual deve seguramente ter expandido de forma expressiva, considerando as informações continuamente divulgadas ao longo do ano de novas aquisições de bancos nacionais pelos estrangeiros.

Tabela 4  
A evolução da participação estrangeira nos sistemas financeiros nacionais

País	Ativos como % dos ativos totais do sistema bancário	
	Dezembro/1994	Dezembro/1997
Argentina	21,7	35,0 <sup>(1)</sup>
Brasil	11,0	21,1 <sup>(2)</sup>
México	1,2	19,9

<sup>(1)</sup> Posição em junho de 1997.

<sup>(2)</sup> Posição em junho de 1998: 24,8%

Fontes: Goldestein & Turner (1996), Hasbach (1997), Adams et al. (1998: 165), *The Economist* (1997), Banco Central do Brasil. Departamento Econômico.

A diferença na intensidade e no processo de internacionalização reflete diferenças importantes nos marcos regulatórios vigentes em cada país. O sistema bancário argentino, por ser o mais aberto, é o que apresenta a maior probabilidade de um avanço da participação estrangeira. No México ainda vigoram restrições legais que limitam muito as possibilidades de expansão das instituições financeiras. Já o Brasil é um caso intermediário, já que a brecha legal utilizada pelo atual governo para facilitar o acesso e as condições de funcionamento dos bancos estrangeiros pode ser fechada caso o Congresso decida finalmente elaborar uma nova lei para o sistema financeiro, que, sob pressão dos influentes banqueiros nacionais, restaure os limites anteriormente em vigor.

Diferenças nos aspectos institucionais das finanças de Argentina, Brasil e México certamente explicam também o maior ou o menor sucesso dos bancos estrangeiros em conquistar posições nos mercados locais desses três países. Por exemplo, os bancos argentinos e mexicanos são bem menores que os brasileiros. Entre os dez maiores bancos latino-americanos se encontravam em dezembro de 1997, seis bancos brasileiros, três bancos argentinos e apenas um banco mexicano (ver Tabela 5). Além de amplas redes de agências bancárias, os bancos brasileiros possuem tecnologias muito sofisticadas de transferência eletrônica de fundos e de gestão de recursos. Desenvolvidas no período de alta inflação, essas tecnologias os

ajudaram a conservar seus clientes, impedindo a desintermediação financeira que atingiu os bancos argentinos e mexicanos. Igualmente, essas tecnologias os colocam, sobretudo no caso dos grandes bancos, em condições de igualdade para competir com os bancos estrangeiros presentes no país.

Tabela 5  
Os maiores bancos argentinos, brasileiros e mexicanos – posição em dezembro/1997

Instituição	País	Propriedad e do Capital	Capital (US\$ milhões)	Classificação – América Latina <sup>(1)</sup>	Classificação Mundial <sup>(2)</sup>
Banco do Brasil	Brasil	Público	5.562	1	63
Bradesco	Brasil	Privado	5.481	2	65
Banco Itaú	Brasil	Privado	3.893	3	99
Unibanco	Brasil	Privado	2.373	4	145
Banespa	Brasil	Público	2.350	5	147
<i>Nación Argentina</i>	Argentina	Público	2.002	6	166
Banamex	México	Privado	1.790	7	181
Bancomer	México	Privado	1.659	8	196
Banco Real	Brasil	Privado	1.581	9	200
Provincia de Buenos Aires	Argentina	Público	1.223	10	238
Para memória					
HSBC	R. Unido	Privado	27.392	–	1
Citicorp	E. Unidos	Privado	22.211	–	4
ABN-Amro	Holanda	Privado	15.864	–	8
<i>Nations Bank</i>	E. Unidos	Privado	13.599	–	13
Santander	Espanha	Privado	7.952	–	40
<i>Bank of Nova Scotia</i>	Canadá	Privado	6.820	–	49
Bilbao Viscaya	Espanha	Privado	6.800	–	50

<sup>(1)</sup> Os 25 maiores bancos por capitais. Essa classificação exclui os bancos locais que são subsidiárias dos bancos estrangeiros como é o caso do HSBC Bamerindus, subsidiária integral da *holding* inglesa HSBC.

<sup>(2)</sup> Os 1.000 maiores bancos do mundo por capital.

Fonte: *The Banker* (1998).

Do mesmo modo, em relação aos outros bancos latino-americanos, os bancos brasileiros se beneficiam do fato de que o sistema bancário nacional não atravessou nenhuma crise profunda e generalizada ao longo das últimas décadas. Assim, no Brasil, as instituições bancárias locais não são vistas com desconfiança pelo público em geral. Ao contrário, são os bancos públicos que mais atraem clientes dos bancos privados em momentos nos quais a fragilidade financeira torna-se mais forte.

A maior vulnerabilidade dos bancos brasileiros é o volume de capital, muito reduzido em comparação com os bancos estrangeiros. Isso vale também para os bancos argentinos e mexicanos. Como se constata na Tabela 5, o banco inglês HSBC possui sozinho um maior volume de capital que todos os dez maiores bancos latino-americanos. Nos países onde a legislação permite, a vulnerabilidade

dos bancos domésticos à ameaça de *take-overs* hostis da parte das instituições estrangeiras é enorme.

### **Considerações finais**

Como procurou-se mostrar ao longo do presente artigo, os impactos dos investimentos estrangeiros de porta-fólio sobre os mercados financeiros latino-americanos foram diferenciados em função dos graus heterogêneos de abertura financeira alcançada, das características institucionais específicas de cada sistema financeiro nacional, bem como das distintas opções de gestão macroeconômica dos fluxos externos. Um aspecto fundamental para a compreensão das particularidades das experiências nacionais reside nas modalidades de investimentos de não-residentes autorizados nos mercados locais.

Os investimentos de porta-fólio implicam riscos financeiros consideráveis para os países periféricos, notadamente risco de crise bancária e risco de crise cambial. Contudo, esses riscos guardam uma relação direta com os prazos dos investimentos e suas características. A natureza dos fluxos – sob a forma de investimentos em obrigações de renda fixa ou em ações, de capitais de curto ou de longo prazo – condiciona a capacidade dos mercados financeiros neutralizarem os efeitos de uma súbita reversão dos fluxos de capitais, associada seja a choques externos (como uma elevação dos juros nos países centrais), seja a mudanças nas expectativas dos investidores em relação à sustentabilidade da situação macroeconômica do país em questão (em função, por exemplo, dos elevados déficits em conta corrente, da fragilidade dos sistemas financeiros e/ou da deterioração crescente das contas públicas, etc.).

No que se refere à abertura dos sistemas financeiros locais constata-se uma tendência de importância crescente das instituições estrangeiras nos mercados financeiros dos três países latino-americanos analisados. Essa tendência resulta, sobretudo, das medidas de liberalização adotadas pelos governos para viabilizar a capitalização dos sistemas financeiros bancários nacionais fragilizados, seja em virtude de grave crise como no caso mexicano, seja em consequência do processo de adaptação ao novo contexto macroeconômico de estabilidade como no caso brasileiro. Igualmente, a expansão da presença estrangeira reflete as estratégias concorrenciais dos próprios bancos que procuram conquistar novas fontes de lucro e fortalecer suas posições em mercados cada vez mais globalizados. Os impactos dessa internacionalização sobre o custo dos serviços bancários e sobre as condições de financiamento das economias permanece, contudo, uma incógnita, que só o futuro poderá desvendar.

Maria Cristina Penido de Freitas é pesquisadora sênior da FUNDAP e Daniela Magalhães Prates é Professora da Universidade Paulista (UNIP) e pesquisadora da FUNDAP

### Referências bibliográficas

- ADAMS, C. et al. *International capital markets; developments, prospects and keys policy issues*. Washington, D C: International Monetary Fund (World Economic and Financial Surveys), Sept. 1998.
- AKYÜZ, Y. *On financial openness in developing countries*. Genebra: UNCTAD, 1992.
- ARMELLA, P. A. *El camino mexicano de la transformación económica*. Ciudad del Mexico: Fondo de Cultura Económica, 1993.
- BANCO DO MEXICO *Informe Anual 1997*. Ciudad del Mexico, 1998.
- \_\_\_\_\_. *Informe Anual 1996*. Ciudad del Mexico: Banco do Mexico. 1997
- \_\_\_\_\_. *Informe Anual 1995*. Ciudad del Mexico: Banco do Mexico. 1996
- BANKER (The). Top 1000 world banks. *The Banker*, p. 88-207, Jul. 1998.
- \_\_\_\_\_. Latin notes: Mexican government to end bank subsidies. *The Banker*, London, p. 46, Oct. 1997a.
- \_\_\_\_\_. Latin notes: Argentina consolidation continues. *The Banker*, London, p. 85, Sept. 1997b.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS. *65th Annual Report*. Basle: Jun. 1995.
- BLEJER, L., ROZENWURCEL, G. El sistema bancario argentino en los noventa; de la profundización financiera a la crisis sistémica. *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, v. 37, n. 146, p. 163-93, Jul./Set. 1997.
- BORIO, E. V., FILOSA, R. The changing borders of banking: trends and implications. In: THE FINANCIAL landscape; forces shaping the revolution in banking, risk managements and capital markets. Paris: OECD, 1995. p. 49-95.
- CHESNAIS, F. *La modalisation du capital*. Paris: Syros, 1994.
- CONGER, L. Santander's Latin America crusade. *Institutional Investor*, New York, p.35-42, Jan. 1988.
- DANTAS, F., SILVA, A., SOUZA, L. Unificação do câmbio agrada mercado. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 26 fev. p. B-2, 1999.
- ECONOMIST (The). Europe's lovesick bankers. *The Economist*, London, p. 61-62, Jan. 10th 1998.
- \_\_\_\_\_. Flexionando os músculos na América Latina. Republicado em *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 jul. 1997.
- FANELLI, J. M., MACHINEA, J. O movimento de capitais na Argentina. In: FRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (Org.). *Os fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997. p. 78-112.
- FELDMAN, E., SOMMER, J. *Crisis financiera y endeudamiento externo; consecuencias de la política económica de período 1976-81*. Buenos Aires: CET/IPAL, 1984.
- FERRARI, A. *O plano de convertibilidade argentino*. Campinas: UNICAMP. Instituto de Economia, 1998. (Dissertação, Mestrado).



- FERREIRA, C. K.L. et al. O formato institucional do sistema monetário e financeiro; um estudo comparado. In: CINTRA, M. A. M., FREITAS, M. C. P. (Org.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros*. São Paulo: Edições FUNDAP/FAPEESP, 1998. p. 13-144.
- FOLKERTS-LANDAU, D., ITO, T. *International capital markets; developments, prospects and keys policy issues*. Washington, DC: International Monetary Fund (World Economic and Financial Surveys), Sept. 1996.
- FREITAS, M. C. P. Abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro. In: \_\_\_\_\_. (Coord.). *Abertura externa e sistema financeiro*. São Paulo: FUNDAP, maio 1998. (Relatório Final – Convênio IPEA/FUNDAP).
- \_\_\_\_\_. *Concurrence bancaire, spéculation et instabilité financière; une lecture hétérodoxe de l'évolution récente du système financier international*. Villetaneuse: Université de Paris XIII/UFR de Sciences Economiques et Gestion, 1997. (Thèse, Doctorat en Sciences Economiques).
- \_\_\_\_\_, PRATES, D. M. Captação de recursos externos. In: FREITAS, M. C. P. (Coord.). *Abertura externa e sistema financeiro*. São Paulo: FUNDAP, maio 1998. (Relatório Final – Convênio IPEA/FUNDAP).
- GOLDESTEIN, M., TURNER, P. *Banking crisis in emerging economies; origins and policy options*. Basle: Bank for International Settlements, Oct. 1996. (BIS Economic Paper, n. 46).
- GRIFFITH-JONES, S. La crisis del peso mexicano. *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, n. 60, p. 151-70, 1996.
- GURRÍA, J. A. Fluxos de capital; o caso do México. In: FRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (Org.). *Os fluxos financeiros na América Latina; um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997. p.78-112.
- HASBACH, A. P. *Surgimiento y desarrollo de los grupos financieros en México*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 1997. (Serie Financiamiento del Desarrollo, 41).
- MACHINEA, J. L. *La crisis financiera argentina de 1995; causas, características e lecciones*. Buenos Aires,: 1996. (Mimeo.).
- MAEYER, A. *Notas sobre a economia argentina*. Brasília, DF: Ministério da Fazenda. Secretaria de Assuntos Internacionais, 1997a. (Mimeo.).
- \_\_\_\_\_. *Notas sobre a economia mexicana*. Brasília, DF: Ministério da Fazenda. Secretaria de Assuntos Internacionais, 1997b. (Mimeo.).
- PRATES, D. M. *Abertura financeira e vulnerabilidade externa; a economia brasileira na década de 90*. Campinas: UNICAMP. Instituto de Economia, 1997. (Dissertação, Mestrado).
- \_\_\_\_\_. Investimentos de porta-fólio no mercado financeiro doméstico. In: FREITAS, M. C. P. (Coord.). *Abertura externa e sistema financeiro*. São Paulo: FUNDAP, maio. 1998. (Relatório Final – Convênio IPEA/FUNDAP).
- RAZÚ, E. C. *Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros; el caso de México*. Santiago de Chile: Comisión Económica

- para America Latina y el Caribe, jun. 1994. (Serie Financiamento del Desarrollo, n. 18).
- ROZENWURCEL, G., FERNÁNDEZ, R. El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: el caso argentino. In: FRENKEL, R. (Ed.). *El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste; liberalizacion y regulacion*. Buenos Aires: Red de Centros de Investigacion Economica Aplicada, 1994.
- SAVASTANO, M. A. *Dolarization in Latin America; recent evidence and some policy issues*. Washington, DC: International Monetary Fund, Jan. 1996. (IMF Working Paper).
- SKILES, M. E. *Stabilization and financial sector reform in Mexico*. New York: Federal Reserve Bank of New York, 1991. (Research Paper, n. 9125).
- SOUZA, E. P. *O novo regime cambial brasileiro e suas conseqüências para a política econômica*. Brasília, DF: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, nov. 1993. (Texto de Discussão, n. 18).
- TAYLOR, R. Back from the brink. *The Banker*, London, p. 57-8, Aug. 1997a.
- \_\_\_\_\_. Surfing a rising tide. *The Banker*, London, p. 59-64, Aug. 1997b.
- VILLAR, R. et al. *Experiencia internacional en la resolución de crisis bancarias*. Ciudad del México: Banco do Mexico, dic. 1997. (Documento de Investigación, n. 9708).
- WARNER, A. Latin fever catches on. *The Banker*, London, p. 66-8, Jan. 1998.
- \_\_\_\_\_. On the Lima trail. *The Banker*, London, p. 53-4, Oct. 1995.

### Resumo

O objetivo desse artigo é analisar os efeitos da globalização sobre os sistemas financeiros da Argentina, do Brasil e do México, países que receberam a maior parte dos capitais estrangeiros investidos na região desde o início dos anos 90. No contexto do retorno dos fluxos internacionais voluntários de recursos aos países da América Latina, esses investimentos assumiram, principalmente, as formas de fluxos de porta-fólio, isto é, compra de valores mobiliários por investidores não residentes, e de investimento direto, com destaque para a aquisição de participações acionárias nas instituições financeiras locais. Esse movimento não foi, todavia, homogêneo, apresentando características distintas nos diferentes países, em virtude das diferenças em termos dos graus de abertura e das políticas macroeconômicas.

**Palavras-chave:** Investimentos estrangeiros – América Latina; Globalização; Relações econômicas internacionais.

### Abstract

The purpose of this article is to analyse the effects of globalisation on the financial systems of Argentina, Brazil and Mexico, the countries which have attracted the bulk of the capital inflows to the region in the 1990s. These flows consisted mainly of portfolio investments and direct investment, included major acquisition of shares in local financial enterprises. But this process was far from homogeneous in these three countries, because of important differences between them regarding the degree of financial openness and the macroeconomics policies.

**Key-words:** Foreign direct investment – Latin America; Globalization; International economic relations.