

## A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências

---

*Maria Cristina Penido de Freitas  
Daniela Magalhães Prates*

### **Introdução**

Os países centrais e periféricos enfrentam, desde a segunda metade dos anos 1980, uma pressão crescente para a liberalização dos sistemas financeiros domésticos e para a adesão ao princípio da livre mobilidade dos capitais, como parte do processo de globalização financeira. Contudo, essa pressão teve origens distintas nos dois grupos de países. Nos países centrais, surgiu da dinâmica concorrencial das instituições financeiras, como nos Estados Unidos, e/ou de uma ação pró-ativa dos governos, caso da França e do Japão. Já no caso dos países periféricos, a abertura externa dos sistemas financeiros – a qual diz respeito tanto à eliminação das barreiras ao ingresso de investimentos estrangeiros de portfólio quanto à entrada de instituições financeiras estrangeiras mediante a aquisição do controle acionário de instituições locais e/ou instalação de subsidiárias – iniciou-se nos anos 1980 e resultou da ação concertada dos organismos multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, que defendem que essa abertura contribuirá para fortalecer os sistemas financeiros domésticos, tornando-os menos sujeitos a crises, e para dinamizar e aprofundar os mercados financeiros, sobretudo o mercado de capitais, que permanece bastante incipiente.

O contexto de abundância de recursos externos para os países periféricos, que predominou ao longo de quase toda a década de 1990, somente aliviou, temporariamente, a restrição externa e de financiamento dos países latino-americanos (dada a inexistência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo), mas não resultou na superação dessas restrições (como veremos nas seções 1 e 2, para o caso específico do Brasil). Igualmente, esse contexto não suprimiu ou diminuiu a vulnerabilidade externa desses países – pois esses continuam sujeitos a uma ameaça constante de retração da oferta de capitais externos voluntários, que impõe fortes constrangimentos às políticas macroeconômicas nacionais – a qual se explicitou com as sucessivas crises dos “mercados emergentes” (México, Sudeste Asiático, Rússia, Brasil) na segunda metade dos anos 1990.

A natureza volátil dos fluxos de capitais para os países periféricos<sup>1</sup> e, assim, a vulnerabilidade desses países às mudanças nas condições econômicas e financeiras nos países centrais acentuaram-se ainda mais no final dos anos 1990. Isso porque as crises dos “mercados emergentes”, especialmente a crise russa, tiveram impactos estruturais sobre a base de investidores nesses mercados. As instituições altamente alavancadas, como os *hedge funds* e as *trading desks* dos bancos de investimento, optaram por reduzir (e, em alguns casos, fechar) suas atividades nos “mercados emergentes”, após as perdas incorridas nas aplicações nesses mercados (ou foram forçadas a isso devido à redução das linhas de crédito). A base de investidores atual é dominada pelos investidores *crossover* – que concentram suas aplicações em títulos *investment grade* dos países centrais, mas detêm marginalmente posições nos “mercados emergentes”, se há expectativa de retorno elevado – e, secundariamente, por um pequeno *pool* de investidores dedicados. Ademais, os investidores passaram a discriminar ativos sem *rating* (ou com baixo *rating*) e poucos líquidos, e a exigir maiores contrapartidas dos emissores de bônus, como securitização e garantias oficiais<sup>2</sup> (Adams, Mathieson & Schinasi, 1999).

As conseqüências dessa mudança estrutural evidenciaram-se em 2000 e no primeiro semestre de 2001. Apesar da retomada dos fluxos financeiros (com destaque para os investimentos de portfólio) para os países periféricos, após a retração de 1998/99,<sup>3</sup> o acesso desses países ao mercado financeiro internacional foi extremamente instável e dependente das condições vigentes nos mercados financeiros dos países centrais. Em 2000, houve períodos, especialmente no último quadrimestre, nos quais as tendências nesses mercados (como o fechamento do mercado de alta rentabilidade nos Estados Unidos e o colapso da *Nasdaq*) e a expectativa de queda do crescimento global efetivamente bloquearam o acesso dos países periféricos ao mercado internacional de capitais, mesmo em momentos de estabilidade ou melhora dos fundamentos desses países (Mathieson & Schinasi, 2001; BIS, 2001a).

---

(1) A natureza volátil e dependente das condições financeiras dos países centrais desses fluxos passou a ser reconhecida pelos organismos multilaterais após as crises financeiras de 1997/99. O termo “*on-off nature*” tem sido utilizado recentemente pelo FMI para caracterizar essa natureza. Ver: Adams, Mathieson & Schinasi (1999) e Mathieson & Schinasi (2001).

(2) A partir de 1999, as empresas e bancos brasileiros têm utilizado, de forma crescente, engenharias financeiras – como operações de cobertura do risco país por um fornecedor, parceiro ou acionista; securitização de recebíveis; operações estruturadas, ligadas ao comércio exterior, etc. – para viabilizar a emissão de títulos no exterior a custos razoáveis, num contexto de maior aversão ao risco dos investidores estrangeiros em relação aos ativos dos países “emergentes” (Lucchesi, 1999b e Teixeira, 2000b). Outra alternativa buscada pelas instituições brasileiras são os empréstimos sindicalizados, principalmente nos momentos de virtual fechamento do mercado de títulos, como no último trimestre de 2000 e no primeiro semestre de 2001 (Teixeira, 2000b; 2001a e 2001b).

(3) Vale mencionar que em 2000 os fluxos de investimento direto externo retraíram-se e, pela primeira vez, desde a crise asiática, não compensaram a queda dos fluxos líquidos de crédito bancário (Mathieson & Schinasi, 2001).

A natureza atual da base de investidores foi um dos principais canais de transmissão dos choques nos mercados financeiros dos países centrais para os “emergentes”, contribuindo para a natureza volátil do acesso. Como o *benchmark* utilizado para avaliar a performance dos administradores de portfólio dos investidores *crossover* não inclui os ativos dos “mercados emergentes” (em contraposição aos investidores dedicados, que são avaliados de acordo com os *benchmarks* desses mercados), estes podem reduzir ou eliminar suas posições rapidamente, diante de sinais de deterioração nesses mercados, oportunidades de investimento mais atrativas nos mercados financeiros dos países centrais ou do aumento da aversão ao risco. Esses ajustes de portfólio resultam em abruptas contrações/expansões do acesso dos “mercados emergentes” ao mercado financeiro internacional, sem relação com os respectivos fundamentos. Ademais, a adoção crescente de sistemas *Value at Risk* induz os investidores a cancelarem suas posições nos “mercados emergentes” para reduzir a volatilidade geral do seu portfólio, acentuando a instabilidade do acesso (Mathieson & Schinasi, 2001).

O BIS (2001a e 2001b) ressalta outras tendências recentes dos mercados financeiros internacionais, que sinalizam, ao lado do aumento da volatilidade, uma possível retração dos fluxos de capitais para os “mercados emergentes” nos próximos anos. Em primeiro lugar, os elevados superávits comerciais, principalmente dos países da OPEP e do Sudeste Asiático a partir de 2000, depositados nos bancos dos países centrais, não têm sido reciclados para os demais países em desenvolvimento, como nos anos 1970, mas para empresas dos países desenvolvidos, principalmente dos Estados Unidos, o que constitui uma indicação da menor disposição dos bancos internacionais de concederem recursos para esses países. Em segundo lugar, a desaceleração da economia americana e dos demais países centrais, confirmada no segundo trimestre de 2001, afeta negativamente os fluxos de capitais para os “mercados emergentes” e marca o início da fase descendente do longo ciclo de crescimento econômico dos anos 1990 (cuja duração é incerta).

Finalmente, o aumento da presença dos bancos estrangeiros nos países latino-americanos, mediante aquisições de instituições locais e, assim, dos direitos em moeda local, tem contribuído para a redução dos empréstimos interfronteiras, ao induzir os bancos a avaliarem sua exposição global aos países. Apesar de o aporte de capitais na forma de investimentos diretos nos sistemas financeiros domésticos constituir uma forma de financiamento menos volátil que os empréstimos internacionais, esse aporte deve se reduzir nos próximos anos, simultaneamente ao aumento das remessas de lucro e dividendos. A “onda” de fusão e aquisição de instituições financeiras nos países centrais tem contribuído, igualmente, para a retração desses empréstimos.<sup>4</sup>

---

(4) Vale mencionar que, a médio prazo, a entrada em vigor das novas regras de adequação de capital do Comitê da Basileia, prevista para janeiro de 2005, deve afetar adversamente as condições de financiamento externas dos países “emergentes”. Sobre os efeitos prováveis das novas regras sobre essas condições, ver Freitas & Prates (2001).

O propósito deste artigo é examinar os efeitos da abertura financeira no governo Fernando Henrique Cardoso sobre o mercado financeiro doméstico e a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Argumenta-se que, além de os efeitos benéficos dos investimentos estrangeiros de portfólio e o aumento da presença estrangeira no sistema financeiro, propalados pelos organismos multilaterais, não terem se concretizado, o aumento do passivo externo da economia brasileira, associado ao processo de abertura, teve efeitos deletérios sobre a vulnerabilidade externa do país, que se torna ainda mais preocupante diante das tendências recentes dos mercados financeiros internacionais, sintetizadas acima, que suscitam dúvidas sobre a sustentabilidade das condições de financiamento do elevado déficit em conta corrente brasileiro.

O artigo está organizado da seguinte forma: na seção 1, efetua-se um breve resumo das mudanças no marco regulatório referente aos investimentos estrangeiros de portfólio nesse governo, especificamente na gestão do presidente do Banco Central do Brasil (Bacen), Armínio Fraga Neto, e analisam-se os impactos desses investimentos sobre os mercados acionário e de crédito bancário domésticos. Na seção 2, examina-se o marco regulatório relativo à internacionalização bancária, bem como a evolução da participação estrangeira no sistema financeiro brasileiro e seus impactos sobre o mercado de crédito e serviços financeiros. Finalmente, na seção 3, a título de considerações finais, discutem-se os efeitos da abertura financeira sobre a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

## **1. Investimentos estrangeiros de portfólio**

A abertura financeira da economia brasileira na década de 1990 liberalizou de forma significativa os movimentos de capitais<sup>5</sup> entre o país e o exterior, ao reduzir as barreiras até então existentes aos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico e viabilizar o acesso dos residentes às novas modalidades de financiamento externo (emissão de títulos e ações no mercado internacional de capitais, cuja contrapartida são os investimentos de portfólio dos investidores não residentes no mercado financeiro internacional<sup>6</sup>). Contudo, somente em 2000, na gestão Armínio Fraga Neto na presidência do Bacen, o processo de liberalização e desregulamentação da conta de capital do balanço de pagamentos foi finalizado.

---

(5) A abertura financeira de uma economia envolve dois processos independentes: a liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos (ou seja, dos movimentos de capitais) e a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no espaço nacional.

(6) A predominância do financiamento mediante a emissão de *securities* não significa que os empréstimos sindicalizados para os países em desenvolvimento foram insignificantes nos anos 1990. Segundo dados do BIS, esses empréstimos direcionaram-se, principalmente, para os países asiáticos e, em menor medida, para os latino-americanos, até a crise do sudeste asiático de 1997. Após essa crise, houve uma inversão da participação relativa das duas regiões (BIS, 2001a).

A seguir, analisar-se-ão as mudanças institucionais subjacentes à abertura financeira da economia brasileira na gestão Armínio Fraga Neto e os impactos dos investimentos estrangeiros de portfólio sobre o mercado financeiro doméstico, especificamente sobre os mercados acionário e de crédito bancário.

### **1.1. Os avanços na abertura financeira na gestão Armínio Fraga Neto**

A abertura financeira na década de 1990 teve dois eixos centrais: a flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro e a adequação do marco regulatório doméstico ao modelo contemporâneo de financiamento internacional, ancorado na emissão de *securities* (títulos de renda fixa e ações). Essas medidas resultaram na liberalização significativa dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado doméstico e no mercado internacional de capitais, respectivamente.<sup>7</sup>

A despeito da liberalização significativa dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico nos anos 1990, essa liberalização não foi total, tendo atingido de forma heterogênea os seus diversos segmentos (mercados monetário, de renda fixa e acionário). Foram criadas várias modalidades de investimento de portfólio, que se diferenciavam em relação ao tipo de instrumento utilizado (entrada direta ou mediante fundos de investimento), à composição da carteira (renda fixa e/ou variável) e ao segmento do mercado de câmbio pelo qual eram realizadas (comercial ou flutuante). O segmento mais aberto ao ingresso de investidores estrangeiros foi o mercado acionário, com a criação, em 1991, do Anexo IV à Resolução n. 1.289/87. Em relação ao segundo eixo da abertura, as emissões de títulos no exterior pelas instituições residentes continuaram sujeitas a vários procedimentos operacionais (autorização prévia, prazo de validade da autorização de apenas 30 dias, etc.) e a restrições quanto ao direcionamento das captações dos bancos.<sup>8</sup>

Na gestão Armínio Fraga Neto, pode-se afirmar que o processo de liberalização dos movimentos de capitais, iniciado no governo Collor, foi finalizado (ver Quadro 1). Os investimentos realizados através do mercado de câmbio comercial não estão mais sujeitos a restrições quanto ao tipo de instrumento utilizado, à composição da carteira e à natureza do investidor (pessoas física ou jurídica). Assim, o mercado financeiro brasileiro tornou-se totalmente aberto à entrada dos investidores estrangeiros. Nesse contexto, as

---

(7) Sobre a liberalização dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro brasileiro e as mudanças no marco regulatório relativas à emissão de títulos no exterior nos anos 1990 ver, respectivamente, Prates (1999) e Freitas & Prates (1999).

(8) Além da antiga Resolução n. 63, de 1967, cujos empréstimos deviam ser repassados para indústria, comércio e serviços, foram criadas três novas modalidades de repasse no biênio 1995/96: as Resoluções n. 2.148, 2.170 e 2.312, cujos recursos deviam ser direcionados, respectivamente, para os setores agropecuário, exportador e para a regularização de Adiantamento de Contratos de Câmbio (ACCs) não realizados.

vantagens da conta CC-5 do mercado de câmbio flutuante, como canal de investimentos estrangeiros de portfólio, foram eliminadas. Contudo, esse instrumento continua existindo, já que a intenção de unificar as regras dos dois segmentos do mercado de câmbio (as cotações foram unificadas em fevereiro de 1999), anunciada pelo Bacen no segundo semestre de 1999, não se concretizou até o momento.<sup>9</sup>

As mudanças afetaram, principalmente, os investidores em renda fixa, que a partir de então podem aplicar livremente mediante o mercado de câmbio comercial, mas, em contrapartida, também precisam se cadastrar junto à CVM, como os investidores em ações. Ademais, as aplicações em renda fixa, sobre as quais incidia apenas IOF, tornaram-se sujeitas à mesma tributação incidente sobre as aplicações dos residentes: 20% de Imposto de Renda sobre o ganho de capital.<sup>10</sup> No caso dos investidores do Anexo IV, além da permissão da entrada direta de pessoas físicas (cujos efeitos práticos devem ser irrisórios, pois a maior parte dos investidores estrangeiros são investidores institucionais), a nova regulamentação eliminou somente a necessidade do representante legal (cuja função era receber as citações judiciais e outras comunicações das autoridades), já que as funções desempenhadas pelo antigo administrador local tornaram-se atribuições do representante.<sup>11</sup> O custodiante local (agora também exigido para os investidores em renda fixa) continua sendo o responsável pela custódia dos títulos e pela liquidação das operações.

Em relação à desburocratização das operações de emissão de títulos no exterior, os bancos que atuam no lançamento desses títulos já vinham demandando há muito tempo essas mudanças. Segundo essas instituições, os procedimentos adotados pelo Bacen precisavam ser adaptados à realidade do mercado. Com a nova institucionalidade, o prazo de fechamento das operações foi reduzido, as alterações no cronograma de pagamento não estão mais sujeitas à autorização do Bacen e os bancos podem aplicar livremente os recursos captados no mercado doméstico. Contudo, essas medidas não se refletiram no aumento dos repasses desses recursos para os tomadores domésticos, como veremos na seção 1.2.2.

---

(9) De acordo com declarações do seu presidente, Armínio Fraga Neto, o Bacen pretendia consolidar as regras dos mercados de câmbio comercial e flutuante e adotar a livre conversibilidade do real até o final do primeiro semestre de 2000. Com a livre conversibilidade, as pessoas físicas não precisariam mais utilizar a CC-5 para remeter recursos para o exterior. Mas, como as remessas pelas contas de "Instituições Financeiras" não estão sujeitas a restrições, a medida significaria, na prática, uma desburocratização das operações (Izaguirre, 1999, Pinto, 1999 e Lucchesi, 1999a).

(10) As aplicações em renda variável continuam isentas de IR, exceto se o investidor for residente num dos 20 países listados pela Receita Federal como paraísos fiscais (nesse caso, o investidor pagará IR de 15%).

(11) O administrador local do Anexo IV era uma figura específica da legislação brasileira. Nos demais países, suas funções são desempenhadas pelo custodiante local. Na maioria dos casos, a instituição responsável pela custódia também exercia as funções de administração local (Prates, 1999). Com a nova regulamentação, o mesmo fenômeno deve ocorrer com o representante.

Quadro 1  
A abertura financeira da economia brasileira na gestão Armínio Fraga Neto

Eixo da abertura	Abertura financeira nos anos 1990	Mudanças na gestão Armínio Fraga
IEP no mercado financeiro local	<p>– 1991: Anexo IV à Resolução n. 1.289/87. Ao contrário dos demais Anexos dessa Resolução, permitia a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico (segmentos primário e secundário) e não estava sujeito a critérios de composição, capital mínimo inicial e período de permanência.</p> <p>– Aquisição de cotas de fundos de investimento, que se diferenciavam em relação às modalidades de aplicação permitidas: Fundos de Privatização-Capital Estrangeiro, instituídos em 1991; Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro, criados em 1993; e dois fundos de investimento constituídos no país, que foram abertos à participação estrangeira em 1996 (Fundos de Investimento em Empresas Emergentes e Fundos de Investimento Imobiliário).</p> <p>– Contas de não residentes do mercado de câmbio flutuante (contas CC-5): única modalidade de aplicação que não estava sujeita a restrições quanto ao tipo de aplicação. Mediante a conta específica “De Instituição Financeira”, as instituições credenciadas pelo Banco Central podem negociar moeda estrangeira com instituições financeiras do exterior, em quantidade ilimitada. Em contrapartida, as aplicações através das CC-5 incorriam em um maior risco cambial - já que as cotações dos mercados comercial e flutuante não eram unificadas – e recebiam o mesmo tratamento fiscal concedido aos residentes no país.</p>	<p>– Resolução n. 2.689 de 26 de janeiro de 2000: extinguiu as diferentes modalidades de aplicação mediante o mercado de câmbio comercial (com exceção do Anexo IIII) e instituiu uma nova modalidade de investimento no mercado financeiro, pela qual os investidores não residentes têm acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes. Os investidores, tanto em renda fixa quanto em variável, precisam constituir um representante no país (e um co-representante, se este não for instituição financeira), responsável pela efetivação e atualização do registro bem como pelo fornecimento de informações ao Banco Central e à CVM. O representante também precisa efetuar o cadastramento ou recadastramento, no caso dos investidores dos Anexos I, II e IV, que concede um código CVM individual para cada investidor. Somente após a posse desse código, os investidores podem aplicar dinheiro novo e realizar as transferências de recursos dos antigos instrumentos para a nova modalidade de aplicação.</p> <p><sup>(1)</sup> O Anexo III regulamenta os investimentos estrangeiros de portfólio em fundos fechados, negociados em bolsas de valores estrangeiras.</p>
Emissão de títulos no exterior	<p>– Além dos eurobônus e euronotas, foi autorizada a emissão de novos títulos de dívida direta – <i>Commercial Papers</i>, <i>Export Securities</i>, Títulos e Debêntures Conversíveis em ações pelas empresas, e Certificados de Depósitos pelas dependências externas dos bancos – e de Recibos de Depósitos ou <i>Depositary Receipt</i> (DR), que constituem um certificado representativo de ações de empresas estrangeiras emitido e negociado nos mercados de capitais dos Estados Unidos (ADR) ou em diferentes mercados simultaneamente (GDR). Os investimentos estrangeiros através de DRs constituíam o Anexo V à Resolução n. 1.289/87.</p> <p>– Permissão, em 1991, da emissão de títulos de dívida pelos bancos nos termos e nos fins previstos pela Resolução 63. As modalidades de repasse desses recursos também foram ampliadas. Além dos empréstimos para a indústria, comércio e serviços, foram autorizados créditos com funding externo para os setores imobiliário e rural (em 1995) e para empresas exportadoras (em 1996).</p>	<p>– O CMN, através da Resolução n. 2.770 de 30 de agosto de 2000, revogou 237 normativos que disciplinavam as operações de emissão de títulos de renda fixa no exterior. Foram eliminados a exigência de autorização do Bacen para qualquer tipo de captação de recursos – assim, o regime passou de autorizativo para declaratório – e o direcionamento compulsório dos repasses de recursos externos pelos bancos. A única restrição mantida foi a cobrança de IOF de 5% sobre as operações com prazo inferior a 90 dias.</p>

Fonte: Prates (1999), Freitas & Prates (1999), Resoluções do Banco Central.

## **1.2. Os impactos dos investimentos estrangeiros de portfólio sobre o mercado financeiro doméstico**

O retorno dos fluxos de capitais voluntários para a América Latina a partir do início dos anos 1990 e a abertura financeira da economia brasileira permitiram a absorção de volumes expressivos de investimentos estrangeiros de portfólio pelo país. Enquanto os investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico direcionaram-se, sobretudo, para o mercado secundário de ações (ou seja, para as bolsas de valores), através do extinto Anexo IV,<sup>12</sup> a emissão de títulos de renda fixa no exterior pelas instituições financeiras (que viabiliza os investimentos de portfólio no mercado financeiro internacional), ao ampliar seu *funding* externo, teve impactos sobre o mercado de crédito bancário.<sup>13</sup>

### **1.2.1. Os impactos sobre o mercado acionário**

O aumento dos investimentos estrangeiros nas bolsas de valores domésticas inseriu-se num movimento mais geral de expansão dos fluxos de capitais direcionados aos “mercados emergentes” a partir do final da década de 1980 e de diversificação internacional dos portfólios dos investidores institucionais dos países centrais. Essa diversificação foi estimulada pela baixa correlação entre o desempenho dos mercados acionários desenvolvidos e “emergentes” e pelas perspectivas de lucro nesses mercados devido às baixas cotações dos papéis, à sua maior volatilidade e ao avanço dos processos de privatização. Em relação aos fatores internos, além da ampliação do grau de abertura financeira do mercado acionário brasileiro, os investidores foram atraídos pelo grande potencial de valorização das bolsas de valores locais, associado ao processo de privatização em curso – que se iniciou tardiamente, quando as privatizações nos demais países da região já haviam sido concluídas – e aos baixos preços das ações das empresas brasileiras e, assim, dos índices Preço/Lucro, em comparação com os demais “mercados emergentes” (Prates, 1999).

Contudo, esses fatores de atração foram desaparecendo na segunda metade dos anos 1990. Do lado externo, a correlação entre o desempenho das bolsas de valores dos países centrais e o desempenho das dos periféricos

---

(12) Como no Brasil, ao contrário de vários países latino-americanos, não são permitidos depósitos de não residentes no sistema bancário local, os investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro local não afetaram a dinâmica do mercado monetário doméstico e o *funding* do sistema bancário.

(13) Vale ressaltar que as empresas não financeiras também captam recursos no exterior mediante a emissão de títulos no mercado internacional de capitais. Contudo, como essas emissões não afetam a dinâmica do mercado financeiro interno, optou-se por centrar a análise nas emissões realizadas pelas instituições financeiras domésticas.

aumentou significativamente, em decorrência do próprio movimento de diversificação internacional dos portfólios; a “nova economia” proporcionou aos investidores americanos um mercado local de alto risco, que passou a concorrer com os “emergentes”; e as crises asiática e russa tiveram impactos estruturais sobre a demanda de ações desses mercados por parte dos investidores estrangeiros (como mencionado na Introdução). Do lado interno, a conclusão do processo de privatização, principalmente do setor de telecomunicações, e a incidência da CPMF sobre as operações de câmbio desestimularam a aquisição de ações brasileiras diretamente na Bovespa, a maior bolsa de valores do país.<sup>14</sup>

Conseqüentemente, os investimentos de portfólio no mercado acionário doméstico retraíram-se e ocorreu uma evasão de negócios da Bovespa para os bolsas norte-americanas (*Nyse* e *Nasdaq*),<sup>15</sup> já que a demanda remanescente por ações brasileiras deslocou-se para o mercado de *ADRs*<sup>16</sup> (ver Tabela 1).

Tabela 1  
Investimentos de portfólio em ações brasileiras

Ano	Valor em custódia <sup>(1)</sup>		Volume negociado <sup>(2)</sup>		Ingresso líquido <sup>(3)</sup>	
	Anexo IV	ADR	Anexo IV	ADR	Anexo IV	ADR
1994	–	–	19,1	0,2	–	–
1995	–	–	1.675,6	4,2	–	–
1996	21.338	8.774	60.594	132,4	4.900	1.246
1997	28.752	18.091	63.551	2.085	2.636	4.234
1998	15.947	14.259	98.478	27.487	-2.785	3.780
1999	37.055	44.148	206.441	99.183	1.490	1.081
2000	34.209	58.657	161.844	120.411	-3.262	6.338

<sup>(1)</sup> Final de período, em R\$ milhões

<sup>(2)</sup> Volume anual, em R\$ milhões

<sup>(3)</sup> Em US\$ milhões

Fonte: Bovespa e Banco Central do Brasil.

Apesar de o volume negociado de *ADRs* continuar sendo inferior ao volume negociado mediante o extinto Anexo IV, em 1999 o valor em custódia desses instrumentos superou o estoque de recursos de não residentes aplicados nas

(14) Apesar de as transações com ações estarem isentas desse imposto, como a CPMF incide sobre as operações de câmbio, o efeito é praticamente o mesmo, pois os investidores estrangeiros operam, na maioria das vezes, em regime de caixa único, ou seja, quando realizam um resgate na Bovespa remetem os recursos ao exterior, que são mantidos numa única aplicação de renda fixa. No caso dos investidores que optam por aumentar os saldos em reais, além da perda de flexibilidade na gestão dos portfólios, o custo de investir no mercado local também cresce, pois esses recursos não são remunerados e ficam sujeitos a um maior risco cambial (Freitas & Prates, 1999).

(15) Respectivamente, *New York Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Nova Iorque) e *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (Sistema de Cotação Eletrônica de Valores Mobiliários Nyse).

(16) A tendência de evasão de negócios para as bolsas norte-americanas não é exclusiva ao Brasil; pelo contrário, tem ocorrido na América Latina como um todo (Zaparolli, 2001).

bolsas brasileiras. Da mesma forma, a despeito dos maiores fluxos brutos (entrada e saída) via Anexo IV, o ingresso líquido de recursos via *ADR* acumulado entre 1996/2000 também foi expressivamente superior ao ingresso via Anexo IV (US\$ 16,7 bilhões, contra US\$ 2,9 bilhões).

Contudo, vale mencionar que o mercado de *ADRs* brasileiros também foi afetado pelo aumento do risco dos países periféricos após as crises asiática, russa e brasileira. Desde 1998, a participação desses papéis no volume financeiro da *NYSE* tem diminuído. No biênio 1997/98, o giro muito elevado esteve associado à demanda por *ADRs* da Telebrás. Após a privatização, os 12 novos *ADRs* criados, a partir da cisão do *ADR* original, e o *ADR* da Petrobrás não ocuparam o espaço deixado pelo recibo da Telebrás, frustrando as expectativas de vários analistas. Ademais, a recompra de ações da Telesp e Telesp Celular retirou da circulação *ADRs* líquidos, contribuindo para a queda no volume negociado. A queda da demanda por *ADRs* brasileiros acentuou-se no primeiro semestre de 2001, quando os *ADRs* brasileiros absorviam somente 5% do volume financeiro do mercado de *ADR* da *NYSE*, posição ameaçada pelos *ADRs* mexicanos, cuja participação atingiu 4,5% (Camba, 2001).

Ao lado da CPMF, a demanda por *ADR* foi estimulada pelo menor custo de transação na *Nyise vis-à-vis* a Bovespa: além da menor comissão média (0,06%, contra 0,5%<sup>17</sup>), os emolumentos da Bovespa são mais caros.<sup>18</sup> Igualmente, a adoção do regime de câmbio flutuante, em janeiro 1999, favoreceu as transações com *ADRs*, que não estão sujeitas ao risco cambial, já que são realizadas em dólares. A aquisição desses instrumentos é igualmente favorecida por outros aspectos qualitativos: menor burocracia em comparação com o extinto Anexo IV (desvantagem que se reduziu com a nova regulamentação); o investidor está mais habituado com o mercado de seu país de origem em termos de procedimentos operacionais e prazos de liquidação; existem restrições legais em certos países que impedem os fundos de pensão de investirem em papéis que não possuem *investment grade*, regra que não se aplica aos *ADRs*.

A retração dos investimentos estrangeiros de portfólio na Bovespa interrompeu a tendência de aprofundamento do mercado secundário de ações,

---

(17) Segundo um estudo sobre os custos de transação nas bolsas de valores mundiais, realizado pela corretora Elkins/Mc Sherry Co., a Bovespa é competitiva em relação às demais bolsas latino-americanas. Em 1996, a única bolsa competitiva em comparação com a *Nyise* era a Bolsa de Paris. O principal fator explicativo do menor custo desses mercados é a escala das negociações, que possibilita a cobrança de menores taxas de corretagem (Freitas & Prates, 1999).

(18) Na realidade, há um subsídio cruzado na Bovespa: os emolumentos da CBLC são caros, mas taxa de custódia é irrisória. Assim, o custo para quem transaciona é elevado, mas para quem mantém posições não. Mas, como os custodiantes globais cobram a mesma taxa de custódia em todos os países, as quais são mais elevadas no exterior, os investidores estrangeiros não se beneficiam desse subsídio cruzado e, conseqüentemente, o custo de transação na Bovespa fica mais elevado.

observada após a criação do Anexo IV em 1991. Por exemplo, o volume diário negociado passou de um patamar de US\$ 32 milhões nesse ano para US\$ 767,4 milhões em 1997 e a capitalização de mercado de US\$ 43,6 milhões para US\$ 255,4 milhões. A queda da participação dos investidores estrangeiros a partir de 1998 foi acompanhada por uma redução do volume total e médio diário e da capitalização do mercado (ver Tabela 2). Contudo, o aprofundamento do mercado entre 1991 e 1997 não resultou num menor grau de concentração das negociações. O número de companhias listadas diminuiu e as negociações concentraram-se, principalmente, em ações de primeira linha das empresas estatais em processo de privatização<sup>19</sup> (Prates, 1999).

Tabela 2  
Bovespa: indicadores selecionados

Ano	Empresas listadas	Capitaliz. de mercado <sup>(1)</sup>	Volume médio diário <sup>(1)</sup>	Volume total <sup>(1)</sup>	% Invest. Estrang.
1994	549	189.058	251,9	–	–
1995	543	147.560	283,5	69.447	21,4
1996	550	216.927	394,2	97.762	29,4
1997	536	255.409	767,4	190.999	28,6
1998	527	160.887	569,0	139.971	25,9
1999	478	228.537	347,6	85.500	25,1
2000 <sup>(2)</sup>	459	225.528	410,2	101.730	22,7
2001 <sup>(2)</sup>	440	194.462	295,0	38.057	22,0

<sup>(1)</sup> em US\$ milhões

<sup>(2)</sup> 1º semestre

Fonte: Bovespa. *Revista Mensal* (Vários números).

O aprofundamento do mercado secundário também não teve efeitos significativos sobre o mercado primário de ações (ver Tabela 3). Somente no biênio 1997/1998 houve um volume mais expressivo de emissões primárias (mas inferior às emissões de debêntures e notas promissórias), em decorrência, sobretudo, de ofertas públicas de ações das empresas elétricas e de emissões privadas associadas ao lançamento de *ADRs*. Já o aumento do número de companhias abertas entre 1994 e 1999 foi resultado, principalmente, do lançamento de debêntures por parte de empresas de *leasing* e de securitização de recebíveis (Jabur, 1997). As aberturas de capital com o objetivo de emitir ações no mercado primário foram realizadas, principalmente, por empresas familiares de médio porte que abriram capital com objetivo de colocar *ADRs* no exterior e por empresas estatais passíveis de privatização (Souza, 1998). Ademais, a queda do

(19) Segundo Sérgio Cerqueira, da Bovespa, o elevado índice de concentração dos negócios é uma característica geral das bolsas de valores mundiais. Como um número reduzido de ações (as *blue chips*) tem liquidez elevada e contratos de derivativos, as negociações *day trade* tendem a se concentrar nesses papéis. No Brasil, o problema maior seria o baixo volume de negócio.

número de emissões de ações a partir de 1994 indica uma concentração das emissões em poucas empresas.

Tabela 3  
Mercado primário: indicadores selecionados

Ano	N. emissões de ações	Ações <sup>(1)</sup>	Debêntures <sup>(1)</sup>	Notas prom. <sup>(1)</sup>	N. de cias. abertas
1994	46	2.259	3.304	–	846
1995	27	2.112	7.574	1.260	874
1996	23	1.155 <sup>(2)</sup>	8.289	481	925
1997	22	3.505	6.922	4.525	968
1998	20	3.484	8.674	10.875	1.047
1999	10	1.459	3.621	4.428	1.027
2000	6	770	4.754	4.141	996
2001 <sup>(3)</sup>	–	447	2.735	5.764	978

<sup>(1)</sup> em US\$ milhões

<sup>(2)</sup> Exclui emissão do Banco do Brasil no valor de US\$ 8 bilhões

<sup>(3)</sup> 1º semestre.

Fonte: CVM. *Informativo Mensal* (Vários números).

Assim, ao contrário do defendido por vários autores, o mercado primário de ações não foi estimulado pela dinamização das bolsas de valores associada à abertura financeira e pela possibilidade de participação direta desses investidores nesse mercado. O mercado acionário brasileiro continua sendo uma fonte marginal de financiamento para as empresas brasileiras. Excluída a chamada de capital do Banco do Brasil, o volume de emissões entre 1994 e 2000 foi de apenas US\$ 13,6 bilhões, dos quais a maior parte constituiu captação de recursos pelas empresas estatais. Os lançamentos de ações das empresas privadas tiveram como principal estímulo a captação de recursos no mercado internacional através de *ADRs* Nível III<sup>20</sup> (caso da Aracruz, Multicanal e do grupo Pão de Açúcar). Na realidade, como a demanda dos investidores locais por ações permaneceu pequena, as operações de maior porte só se tornaram viáveis com a participação de investidores estrangeiros, através de *ADRs*. Algumas emissões primárias também foram seguidas por lançamentos de *ADR* Nível I. Vale ressaltar que apesar do mercado de *ADR* constituir uma opção de financiamento para as grandes empresas, o vazamento das transações para as bolsas de valores americanas reduz ainda mais a liquidez das ações das empresas de segunda e terceira linha e, assim, as possibilidades de captação de recursos mediante emissão primária de ações, pois tais empresas não têm acesso ao mercado de *ADR*.

(20) Existem quatro tipos de programas para a emissão de *ADR*. – Níveis I, II, III e IV – que se diferenciam em relação ao mercado onde são negociados e ao tipo de ação representativa (emissão primária ou ações já negociadas nas bolsas de valores domésticas) (Freitas & Prates, 1999).

## 1.2.2. Os impactos sobre o mercado de crédito bancário

Como no Brasil não são permitidos depósitos de não residentes em moeda estrangeira, o único instrumento de canalização de capitais externos através do sistema bancário são os repasses de recursos captados pelos bancos por meio de empréstimos bancários e da emissão de títulos no exterior no âmbito das extintas Resoluções n. 63, n. 2.148, n. 2.170 e n. 2.312, substituídas em agosto de 2000 pela Resolução n. 2.770.<sup>21</sup>

As obrigações externas de curto prazo foram predominantes,<sup>22</sup> sendo esses recursos direcionados para o financiamento do comércio exterior<sup>23</sup> (ver Tabela 4). O crescimento dessa modalidade de crédito, que é uma operação entre instituições financeiras, esteve diretamente relacionado com a abertura comercial, pois uma parte considerável direcionou-se para o financiamento das importações. Já a participação dos repasses de recursos externos no *funding* do sistema bancário privado manteve-se num patamar reduzido no período 1994/99, atingindo o valor máximo de 3,4% em 1997.

Tabela 4  
Grau de dolarização do sistema bancário privado

Ano <sup>(1)</sup>	Obrig. Ext./	Obrig. C.P./	Obrig. L. P./Total		
	Total	Total	Repasses <sup>(2)</sup>	Emprest.	Total
1994	15,2	9,6	2,4	4,3	15,2
1995	17,7	11,8	2,7	4,3	17,7
1996	21,4	14,5	2,8	5,4	21,4
1997	21,2	13,0	3,4	5,5	21,2
1998	18,7	9,1	3,0	6,7	18,7
1999	20,4	11,7	2,8	6,1	20,1

<sup>(1)</sup> Dados de final de período, exceto para 1999 (último dado disponível = agosto)

<sup>(2)</sup> Resoluções n. 63, 2.148, n. 2.170 e n. 2.313.

Fonte: Banco Central do Brasil. *Suplemento Estatístico* (Vários números).

(21) A mensuração da participação das obrigações externas totais e dos repasses no *funding* do sistema bancário doméstico pode ser feita a partir dos dados consolidados dos balanços dos bancos presentes nos suplementos estatísticos do Banco Central, disponíveis até agosto de 1999, quando a antiga regulamentação ainda estava em vigor.

(22) O restante do passivo de curto prazo refere-se a depósitos a prazo em moeda estrangeira no segmento de taxas flutuantes, depósitos em moeda estrangeira, comissões de agentes sobre exportação, fretes e prêmios de seguro sobre exportação, correspondentes no exterior em moeda nacional e obrigações por títulos e valores mobiliários no exterior, entre outros.

(23) As obrigações externas de curto prazo não são necessariamente direcionadas, em sua totalidade, para o financiamento do comércio exterior. Os bancos podem contratar linhas de crédito de curto prazo junto a instituições no exterior, dependendo do seu limite de posição vendida, e realizar operações de arbitragem no mercado financeiro doméstico. Como esse limite varia de acordo com o porte das instituições, com os dados disponíveis é impossível dimensionar esse vazamento.

Enquanto os bancos estrangeiros concentram sua atuação no financiamento ao comércio exterior (e, assim, são responsáveis pela maior parte das obrigações externas de curto prazo) e na montagem e estruturação das emissões de títulos no exterior, os bancos privados brasileiros são as instituições mais ativas nas operações de repasses. Segundo os dados divulgados pela Sobeet (1998) sobre o perfil do endividamento externo brasileiro, estes bancos detinham 70% do estoque de bônus e notas emitido pelo setor privado financeiro no final de 1997.

Em 1999, a redução dos repasses esteve associada à menor demanda por empréstimos indexados ao dólar devido ao aumento do risco cambial após a adoção do regime de câmbio flutuante e, conseqüentemente, do custo do *hedge*, diminuiu o diferencial de custo entre as fontes alternativas de financiamento interno (debêntures, notas promissórias, etc.) e as linhas de repasse. A queda do volume de recursos captados pelos bancos em 1999 em comparação ao patamar máximo atingido em 1998 (US\$ 10,7 bilhões) não explica a redução dos repasses, já que este volume (US\$ 8,9 bilhões) é o segundo maior desde 1994. Diante da menor demanda pelas linhas de repasse, os bancos aplicaram os recursos excedentes em títulos cambiais, aproveitando as oportunidades de arbitragem. De acordo com informações coletadas em jornais especializados (Teixeira, 2000a; 2000b e Mota & Miya, 2000), a tendência de retração da demanda por essas linhas manteve-se em 2000.

Assim, a captação de um volume expressivo de recursos externos não se refletiu numa mudança substancial na composição do *funding* do sistema bancário doméstico. Somente as obrigações externas de curto prazo tiveram uma participação mais expressiva no passivo dos bancos. O endividamento externo dos bancos foi estimulado pelas possibilidades de arbitragem de juros e se direcionou, em grande parte, para aplicações em títulos públicos, principalmente em papéis indexados à variação cambial. Sua contribuição para o financiamento do investimento das empresas de pequeno e médio porte, que dependem do crédito bancário interno, foi marginal.<sup>24</sup> Já as empresas de grande porte, que têm acesso ao mercado internacional de capitais, optaram por emitir seus próprios títulos no exterior, diante dos menores custos envolvidos.

Finalmente, é importante ressaltar que o pequeno grau de dolarização do sistema bancário privado brasileiro em termos absolutos e em relação aos demais

---

(24) A partir de informações obtidas nas entrevistas com os principais bancos repassadores de recursos externos e em jornais e revistas especializadas, pode-se afirmar que a Resolução n. 63 foi a principal modalidade de repasse e que os recursos captados foram canalizados para operações de capital de giro, *leasing*, financiamentos de exportações e importações de bens de capital (Freitas & Prates, 1999).

países latino-americanos<sup>25</sup> atenuou a vulnerabilidade do sistema financeiro doméstico às mudanças na direção dos fluxos de capitais. Nos países que permitem depósitos em moeda estrangeira de não residentes nos bancos locais, como a Argentina, criou-se um vínculo direto entre o mercado de crédito doméstico e o mercado internacional de capitais, com a progressiva dolarização das transações monetárias e financeiras internas.

## **2. Os Investimentos Diretos Estrangeiros no sistema bancário**

### **2.1. As alterações no marco regulatório<sup>26</sup>**

No Brasil, com exceção do período entre 1946 e 1964, quando vigorou uma completa liberdade de acesso de instituições estrangeiras ao sistema financeiro nacional, sempre houve regras restritivas, seja à entrada de bancos estrangeiros, seja às suas condições operacionais no mercado local. Desde a reforma financeira de 1965 até 1995, os IDE no sistema bancário, bem como o leque de atividades permitidas aos bancos estrangeiros, dependiam da aplicação do princípio de reciprocidade. 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. Todavia, a instalação de escritórios de representação esteve livremente permitida ao longo desse período.

A partir da promulgação da nova Constituição em 1988, o acesso do capital estrangeiro ao sistema financeiro tornou-se virtualmente proibido. Isso porque dependia da elaboração pelo Congresso de um quadro disciplinar, cuja lei normativa ainda não foi votada. Todavia, o artigo 52 das Disposições Constitucionais Transitórias deixou em aberto a possibilidade de entrada de instituições 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 seriam 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

---

(25) No México e na Argentina, a elevada participação de passivos dolarizados nos respectivos sistemas bancários – 30% e 50%, respectivamente, em 1994 – está diretamente relacionada com o maior grau de abertura financeira. No caso da Argentina, os depósitos bancários de não residentes em moeda estrangeira constituem uma importante fonte de *funding* dos bancos locais (Freitas & Prates, 1999).

(26) Este subitem está apoiado em Freitas (1999).

permitir a entrada e/ou a ampliação da participação estrangeira no sistema financeiro nacional.<sup>27</sup>

Tal decisão foi tomada no contexto de fragilidade crescente do sistema bancário nacional, que sofria as conseqüências de uma brutal contração de liquidez associada à implementação de políticas restritivas em resposta aos impactos da crise mexicana.<sup>28</sup> Igualmente, em menor grau, a abertura do sistema financeiro brasileiro ao capital estrangeiro veio atender aos interesses de várias instituições financeiras internacionais<sup>29</sup> e, ao menos parcialmente, às exigências internacionais, expressas em diferentes fóruns, tais como Organização Mundial do Comércio (OMC), Mercado Comum do Sul (Mercosul) e Área de Livre Comércio das Américas (ALCA) (Cintra, 1999).

A abertura do mercado de capitais, a estabilização econômica, o processo de privatização e de reestruturação industrial e os negócios associados ao financiamento da renovação da infra-estrutura econômica foram os principais atrativos para o IDE no sistema financeiro brasileiro. Diversas instituições financeiras manifestaram 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 também exerce uma forte atração para os bancos estrangeiros, sejam os recém-chegados, sejam aqueles já instalados no país. Enquanto existe uma agência bancária para 4.500 pessoas no Brasil, há uma agência para 2.000 pessoas na Alemanha e uma agência para 1.100 pessoas na Espanha (*Economist*, 1998: 61).

Tal movimento não seria, contudo, viabilizado se não ocorresse uma alteração decisiva no marco legal relativo ao tratamento conferido ao capital estrangeiro. Nesse sentido, a decisão presidencial de utilizar as prerrogativas previstas no artigo 52 das Disposições Constitucionais Transitórias é elemento explicativo essencial do processo de internacionalização recente do sistema

---

(27) A política de abertura externa mediante utilização do artigo 52 das Disposições Constitucionais Transitórias significou na prática uma reforma ad hoc do sistema financeiro nacional, dado que o artigo 192 da Constituição Federal, que prevê a elaboração de uma Lei Complementar sobre o sistema financeiro, até hoje não foi regulamentado.

(28) Ainda no intuito de favorecer a entrada de capitais externos no sistema financeiro nacional, em 16 de novembro de 1995, o Conselho Monetário Nacional (CMN) eliminou, através da Resolução n. 2.212, a exigência de que o capital mínimo de um banco estrangeiro fosse o dobro daquele exigido para um banco nacional.

(29) A grande maioria dos bancos que atuam em âmbito internacional expandiu suas atividades no exterior, após alguns anos de retração na década de 1980, motivada pela crise da dívida dos países periféricos, na busca de amplos canais de distribuição. No contexto atual de competição acirrada nos mercados nacionais e mundiais, e dados os limites para compressão dos custos, o caminho escolhido tem sido a ampliação da massa de clientes e do volume de negócios mediante instalação e diversificação das atividades no mercado local, o que exige redes de agências mais densas e maior integração com o sistema bancário doméstico do país hospedeiro (Freitas, 1999).

financeiro nacional. Sobretudo porque veio ao encontro da estratégia dos bancos internacionais de fortalecimento de suas posições globais, já que as atividades no exterior são fontes importantes de receitas.

O anúncio oficial de que o governo lançaria mão desse expediente sempre que necessário, tanto para permitir a participação estrangeira na capitalização de instituições financeiras privadas nacionais e/ou no processo de privatização dos bancos oficiais como para promover a modernização do sistema financeiro nacional, contribuiu para exacerbar o anseio das instituições financeiras estrangeiras por ingressarem no mercado brasileiro. Multiplicaram-se os contatos entre bancos nacionais e estrangeiros interessados em efetuar associações, adquirir participação acionária majoritária ou integral. Esse movimento tomou tal dimensão que o Banco Central precisou relembrar aos interessados que a entrada de capital externo no setor necessita de autorização prévia da Presidência da República, através do Comunicado n. 5.796 de 10 de setembro de 1997.

Como havia inúmeras instituições procurando ingressar no país, o Banco Central passou a exigir o pagamento de um “pedágio”, a título de contribuição para a recuperação dos recursos públicos utilizados no saneamento do sistema financeiro. Embora não haja critérios claros e estritos, segundo informação obtida junto ao Departamento de Organização do Sistema Financeiro do Bacen, o valor do “pedágio” foi definido em função do capital mínimo exigido para cada modalidade de instituição financeira.

A exigência de “pedágio” vigorou até julho de 1999, quando foi substituída por outras exigências, como por exemplo, nível mínimo de *rating* no mercado internacional, manutenção de determinado nível de linhas de crédito externo, determinado aporte de capital e transferência de tecnologia. Nessa mesma época, o governo anunciou que a entrada mediante a criação de instituições novas não seria mais permitida, de modo a estimular a participação de capital estrangeiro na aquisição de instituições já existentes, em especial públicas em processo de privatização (Izaguirre & Nunes, 1999: B1).

## **2.2. A evolução quantitativa da presença estrangeira no sistema bancário brasileiro**

Na Tabela 5 são apresentados dados relativos à ampliação do número de bancos estrangeiros no sistema bancário brasileiro que cobrem o período de janeiro de 1994 a maio de 2001. Observa-se, de um lado, que o segmento estrangeiro e com controle estrangeiro totalizava 73 instituições em 31 de maio de 2001 contra 38 no período 1994/96. De outro lado, o número de instituições com participação, mas sem controle estrangeiro, decresceu, indicando o aumento do capital estrangeiro no capital social das instituições privadas nacionais.

Tabela 5  
Evolução da participação estrangeira no SFN

Consolidado	Janeiro 1994	Janeiro 1995	Janeiro 1996	Janeiro 1997	Janeiro 1998	Janeiro 1999	Janeiro 2000	Maio 2001
Banco comercial privado com controle estrangeiro	1	1	1	1	1	1	2	4
Banco múltiplo privado com controle estrangeiro	18	20	20	23	29	42	53	57
Banco comercial estrangeiro	19	17	17	17	16	16	15	12
Subtotal com controle <sup>(1)</sup>	38	38	38	41	46	59	70	73
Banco comercial privado com participação estrangeira	2	2	2	2	2	2	1	1
Banco múltiplo privado com participação estrangeira	30	28	29	26	23	21	22	27
Subtotal sem controle	32	30	31	28	25	23	23	28
Total geral	70	68	69	69	71	82	93	101

<sup>(1)</sup> Participação estrangeira superior a 50% do capital votante.

Fonte: Banco Central do Brasil – DECAD/DEORF/COPEC – Elaboração própria.

A partir da análise da evolução de algumas das principais contas dos balancetes, é possível observar evidências da ampliação da presença de instituições estrangeiras no sistema bancário nacional (Tabela 6). Nota-se que a participação do segmento estrangeiro nos ativos totais do setor bancário nacional passou de 11,9 % em dezembro de 1995 para 24,5% em dezembro de 1999. Em 2000, com a aquisição do Banespa pelo Santander, a participação estrangeira no sistema bancário brasileiro saltou para 27,4%. No que se refere às operações de crédito e aos depósitos totais, a participação estrangeira aumentou em 1995 e 1996, declinando em 1997, e crescendo de forma espetacular em 1998 e em 1999, quando atingiu 23,4%, entre outras razões, em virtude da compra do Banco Real pelo ABN Amro e do Excel Econômico pelo Bilbao Vizcaya. Já a aquisição do Banespa não se traduziu na expansão estrangeira em termos de operações de crédito e de depósitos totais.

Tabela 6  
Evolução da participação estrangeira no Sistema Bancário Nacional <sup>(1)</sup> – em %

Período	Ativos totais	Operações de crédito	Depósitos totais
Dezembro/1994	10,0	6,8	7,0
Dezembro/1995	11,9	7,0	9,0
Dezembro/1996	13,5	10,6	8,7
Dezembro/1997	21,1	9,8	16,3
Dezembro/1998	22,5	21,0	17,1
Dezembro/1999	24,5	23,4	18,1
Dezembro/2000	27,4	23,4	18,3

<sup>(1)</sup> Participação estrangeira superior a 50% do capital votante.

Fonte: Banco Central do Brasil – Departamento Econômico/DIMOB até 1999 e Dieese (2001) para o ano de 2000 – Elaboração própria.

A entrada de novos concorrentes promoveu uma ampla revisão das estratégias concorrenciais não apenas dos bancos nacionais, como também dos bancos estrangeiros presentes no país, tanto no segmento de varejo como no de atacado. Houve uma intensificação do processo de fusão e de aquisição, sobretudo no triênio 1997/99, quando ocorreram 38 operações, em um movimento similar ao observado nos países centrais e em vários países latino-americanos.<sup>30</sup> Característica específica do caso brasileiro foi a privatização de bancos públicos,<sup>31</sup> adquiridos por bancos privados nacionais, mas também por estrangeiros como os casos do ABN Amro, que comprou o Bandepe em 1998, e do espanhol Santander, que adquiriu o Banespa em novembro de 2000 por R\$ 7 bilhões (cerca de US\$ 3,7 bilhões) (Dieese, 2001: 15).

Pela Tabela 7, verifica-se que, durante os sete anos do Plano Real, os três maiores bancos privados nacionais consolidaram sua liderança no sistema, mas houve mudanças significativas nas demais posições. Os bancos Bamerindus e Nacional, que ocupavam lugar de destaque em junho de 1994 (respectivamente, terceiro e quarto lugar), faliram, e tais posições eram ocupadas em dezembro de 2000 pelo Unibanco (comprador do Nacional) e pelo espanhol Santander que adotou uma postura agressiva de aquisição de bancos nacionais. Outros bancos estrangeiros também conquistaram maior espaço no sistema nacional. Enquanto em junho de 1994 havia apenas um (o Lloyds) entre os dez maiores bancos do país, em dezembro de 2000 seis deles ocupavam posições entre os dez maiores, dos quais dois, o Santander e o HSBC, são instituições de presença recente no país. No final de 2000, a aquisição do Banespa permitiu ao Santander avançar duas posições e assumir o terceiro lugar entre os dez maiores bancos privados no primeiro semestre de 2001 (Banco Central do Brasil, 2001a).

Tabela 7  
Ranking dos bancos privados, por ativos (em US\$ bilhões)

Ranking	Junho de 1994		Ranking	Dezembro de 2000	
	Banco	Ativos		Banco	Ativos
1 <sup>o</sup>	Bradesco	19,3	1 <sup>o</sup>	Bradesco	42,8
2 <sup>o</sup>	Itaú	14,4	2 <sup>o</sup>	Itaú	32,0
3 <sup>o</sup>	Bamerindus	12,0	3 <sup>o</sup>	Unibanco	24,8
4 <sup>o</sup>	Nacional	11,2	4 <sup>o</sup>	ABN Amro	14,8
5 <sup>o</sup>	Unibanco	9,6	5 <sup>o</sup>	Santander <sup>(1)</sup>	12,9
6 <sup>o</sup>	Real	7,6	6 <sup>o</sup>	Safra	12,8
7 <sup>o</sup>	Safra	6,5	7 <sup>o</sup>	HSBC	11,0
8 <sup>o</sup>	BCN	6,0	8 <sup>o</sup>	Bank Boston	10,8
9 <sup>o</sup>	Lloyds	5,4	9 <sup>o</sup>	Citibank	8,8
10 <sup>o</sup>	Econômico	5,1	10 <sup>o</sup>	Sudameris	7,9

<sup>(1)</sup> Não inclui o Banespa.

Fonte: Balanços Patrimoniais dos Bancos – Elaboração própria.

(30) Sobre o processo de fusão e aquisição no âmbito internacional, ver Cintra & Freitas (2000) e Freitas & Prates (2000).

(31) Cabe assinalar que, na segunda metade dos anos 1990, também ocorreu privatização bancária em países do Leste Europeu (Hawkins & Mihaljek, 2001: 11-13).

### 2.3. Os impactos da internacionalização do sistema bancário sobre o mercado de crédito e de serviços financeiros

A ampliação da presença estrangeira no sistema bancário brasileiro não teve o impacto esperado pelas autoridades econômicas em termos da redução dos custos do crédito e dos serviços bancários ofertados à população e do alongamento dos prazos das operações de crédito como consequência de suposta maior *expertise* na administração dos riscos. Os bancos estrangeiros recém-chegados adotaram um comportamento semelhante ao dos bancos privados nacionais e dos estrangeiros já presentes no país antes da flexibilização das condições de entrada ocorrida em 1995.

Na Tabela 8 são apresentados os dados relativos à composição dos ativos e passivos dos bancos estrangeiros e do total do sistema bancário para o período 1998/99. Os dados das operações ativas mostram que os bancos estrangeiros destinaram às aplicações em títulos e valores mobiliários uma parcela maior de seus recursos. Em dezembro de 2000, a parcela de recursos destinada à compra de títulos e valores mobiliários atingiu 29% contra 25% em 1998. O montante relativo de recursos aplicados em títulos pelos estrangeiros supera o total investido pelo sistema bancário em seu conjunto. Em 2000, os bancos estrangeiros adquiriram 52% do total de títulos emitidos tanto pelo Tesouro como pelo Banco Central (Antunes, 2001: A4). Em termos dos passivos, observa-se a importância dos depósitos a prazo como fonte de *funding*, bem como das obrigações e repasses, que no caso dos bancos estrangeiros referem-se exclusivamente aos recursos captados no exterior. Para o conjunto do sistema bancário, os depósitos representam a principal fonte de *funding*.

Tabela 8  
Composição dos ativos e passivos dos bancos estrangeiros <sup>(1)</sup> – 1998/2000 (em %)

Composição dos Ativos	Dez./98	Dez./99	Dez./00	Dez./98	Dez./99	Dez/00
	Bancos estrangeiros			Total sistema bancário		
Total do ativo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Títulos e valores mobiliários	25,4	27,5	28,9	24,2	26,9	26,0
Operações de crédito	22,6	23,4	25,3	27,6	26,9	27,2
Demais contas	52,0	49,2	45,8	48,2	46,2	46,8
<b>Composição dos passivos</b>						
Total passivo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Depósitos	40,0	35,8	33,4	48,1	48,1	43,9
À vista	6,0	10,0	13,7	10,5	12,5	14,9
De poupança	18,5	23,7	18,6	35,2	35,9	34,5
A prazo	42,2	37,8	40,2	41,3	41,4	38,9
Obrigações por operações compromissadas	14,9	14,9	17,5	13,5	12,4	18,1
Obrigações por empréstimos e repasses	20,1	21,5	18,9	14,4	14,0	12,4
Demais contas	25,0	27,8	30,3	24,0	25,4	25,6

<sup>(1)</sup> Filiais e bancos com controle estrangeiro.

Fonte: Andima (2001: 62).

Na Tabela 9, o exame da composição da carteira de crédito do sistema bancário brasileiro permite observar, para o período 1998/2000, que os bancos estrangeiros apresentam um comportamento similar ao dos privados nacionais quanto ao destino dos créditos concedidos. Nota-se a concentração das operações de empréstimo e títulos descontados, em sua maioria operações de curto prazo. A importância da rubrica de outros financiamentos pode ser, pelo menos em parte, explicada pelos créditos concedidos para a compra de veículos pelos bancos das montadoras. Os bancos públicos são os únicos que financiam de forma mais expressiva os setores agrícolas e agroindustriais e concedem a maioria dos financiamentos imobiliários de longo prazo.

Tabela 9  
Composição da carteira de crédito do sistema bancário – 1998/2000 (em %)

	Dez./ 1998	Dez./ 1999	Dez./ 2000	Dez./ 1998	Dez./ 1999	Dez./ 2000	Dez./ 1998	Dez./ 1999	Dez./ 2000
	Bancos estrangeiros <sup>(1)</sup>			Bancos privados			Bancos públicos		
Operações de crédito <sup>(2)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Empréstimos e títulos descontados	50,4	46,4	47,5	49,4	53,3	57,5	18,0	13,3	16,5
Financiamentos rurais e agroindustriais	6,2	4,1	5,8	6,9	6,6	6,9	17,9	17,8	19,5
Financiamentos imobiliários	5,3	6,6	5,5	13,2	11,1	8,0	53,7	55,6	59,0
Outros financiamentos	42,2	45,4	46,1	34,1	33,4	34,7	7,8	8,7	8,7

<sup>(1)</sup> Filiais e bancos com controle estrangeiro.

<sup>(2)</sup> O somatório das contas difere de 100% porque não foram incluídas todas as contas e não foram descontadas as provisões contra perdas.

Fonte: Andima (2001: 66).

Pode-se argumentar que as incertezas que afetam as decisões das instituições privadas explicam o comportamento conservador dos bancos nacionais e estrangeiros na concessão do crédito. E, em particular, impedem que as instituições estrangeiras introduzam no país os produtos e serviços ofertados em seus países de origem (Andima, 2001: 66). De fato, os bancos são agentes dinâmicos que, impulsionados pela lógica concorrencial, definem suas estratégias de ação procurando conciliar rentabilidade e preferência pela liquidez em suas escolhas em relação às fontes de recursos ou de aplicações. Assim, sem que haja uma alteração radical no contexto macroeconômico do país será difícil que os bancos estrangeiros assumam uma postura mais agressiva na concessão e alongamento dos prazos do crédito bancário.

Nesse contexto, fica mais uma vez evidenciada a importância de um sistema bancário misto, no qual convivam bancos públicos e privados. Os bancos agem de forma pró-cíclica, reduzindo a oferta de crédito, quando a economia entra

em fase descendente ou recessiva. Daí a importância de contar com bancos públicos sólidos que possam auxiliar o Banco Central na gestão da liquidez macroeconômica.<sup>32</sup>

A composição das receitas e custos dos bancos estrangeiros no período 1994/2000 reflete não apenas as estratégias operacionais como também a própria ampliação do número de instituições em operação no país no período considerado (Tabela 10). Em relação às despesas, cabe destacar a elevação dos gastos administrativos e do custo de carregamento dos títulos e valores mobiliários, a despeito da redução da taxa de juros verificada no período. Dentre as receitas, as decorrentes de títulos e valores mobiliários são as mais importantes para os bancos estrangeiros. Nota-se que, no início do período, as aplicações interfinanceiras de liquidez representavam a principal receita, todavia ao longo do período os bancos estrangeiros foram redirecionando suas aplicações para títulos públicos tornando-se os principais compradores nos leilões primários. As receitas com operações de crédito também são importantes, refletindo o elevado nível dos *spreads* praticados, a despeito das medidas implementadas pelo Banco Central em outubro de 1999 para redução das margens cobradas do tomador final e da queda dos juros básicos da economia.<sup>33</sup> A receita com prestação de serviço também cresceu. De acordo com dados do Banco Central divulgados pela Andima, estas receitas cobriam 27,9% das despesas administrativas das instituições estrangeiras contra apenas 3,3% em dezembro de 1994 (Andima, 2001: 69).

---

(32) Uma situação dessa natureza foi enfrentada pelas autoridades brasileiras em 1995, quando a elevação das taxas de juros domésticas, em resposta às repercussões adversas da crise mexicana, afetou profundamente o sistema bancário local. Com o aumento dos juros e o crescimento da inadimplência, os bancos tornaram-se mais seletivos, o que dificultou o refinanciamento dos devedores não financeiros e das instituições bancárias mais dependentes do interbancário. Nessa ocasião, a preferência por liquidez dos bancos privados, nacionais e estrangeiros, inviabilizou os esforços do Banco Central de reativar o mercado interbancário. Sem o concurso dos principais bancos públicos, os quais desempenharam um papel de emprestadores de última instância para os bancos em dificuldade, a fragilidade financeira do sistema bancário poderia ter se agravado, desdobrando-se em uma crise generalizada (Freitas, 2000). Igualmente, os bancos públicos exerceram importante função anticíclica durante a crise cambial de 1999, quando o Banco do Brasil sustentou a oferta de ACC.

(33) O Banco Central, com o objetivo de promover a redução dos *spreads* bancários, ou seja, a diferença entre as taxas de captação e de empréstimos, implementou um conjunto de medidas, dentre as quais destaca-se a redução do compulsório sobre os depósitos a prazo e à vista (Circulares n. 2.925, de 2 de setembro de 1999, e n. 2.972, de 8 de setembro de 1999). Posteriormente, outras reduções foram efetuadas. Atualmente, o compulsório sobre os depósitos à vista é de 45% e eliminou-se o compulsório sobre os depósitos a prazo. Também reduziu-se o IOF cobrado nos empréstimos às pessoas físicas de 6% para 1,5% a partir de 18 de outubro de 1999. Outra importante medida para estimular a redução dos *spreads* no segmento do cheque especial foi adotada mais recentemente, em abril de 2001, com a exigência aos bancos de fornecerem extratos mensais gratuitos aos clientes com informações detalhadas sobre os encargos financeiros cobrados (Bacen, 2001b: 11-15).

Tabela 10  
Composição das despesas e receitas dos bancos estrangeiros – 1994/2000 (em %)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Despesas							
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Captação	21,1	19,7	33,9	28,6	25,9	10,3	17,1
Empréstimos e obrigações	6,5	5,5	14,7	8,1	7,9	10,1	6,2
Câmbio	36,5	36,8	7,8	8,0	7,8	20,0	10,3
Títulos e valores mobiliários	14,2	11,4	9,6	25,9	28,2	42,8	30,5
Administrativas	1,5	6,3	14,2	13,7	13,5	5,9	13,5
Provisões	0,9	4,9	5,8	7,3	6,8	2,5	3,5
Outras	19,3	15,5	13,9	8,4	9,9	8,5	18,7
Receitas							
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Operações de crédito	12,7	16,4	27,4	23,7	18,4	10,2	17,3
Câmbio	38,6	42,8	13,1	11,2	10,3	23,5	13,1
Aplicações interfinanceiras de liquidez	24,6	13,9	27,2	17,2	13,9	4,3	6,2
Títulos e valores mobiliários	4,2	9,6	17,7	33,1	41,4	51,9	48,9
Prestação de serviços	0,4	1,7	3,6	4,2	4,6	1,8	4,2
Outras	19,6	15,7	11,0	10,6	11,6	8,2	10,2

(<sup>1</sup>) Filiais e bancos com controle estrangeiro.

Fonte: Andima (2001: 71 e 72).

Como já mencionado, a busca pela rentabilidade nas operações efetuadas nos mercados locais é o motor dessa segunda onda de internacionalização bancária. A análise de alguns indicadores da atividade bancária para uma amostra de instituições, reproduzidos na Tabela 11, revela como as subsidiárias brasileiras são mais lucrativas que suas matrizes tanto em termos da rentabilidade patrimonial como da rentabilidade operacional.

Tabela 11  
Indicadores da atividade bancária – 2000 – em %

Indicadores	Bancos privados nacionais ( <sup>1</sup> )	Bancos com controle estrangeiro ( <sup>2</sup> )	Matrizes estrangeiras ( <sup>3</sup> )
Rentabilidade patrimonial (%) ( <sup>4</sup> )	11,60	24,80	17,20
Margem líquida ( <sup>5</sup> )	9,30	9,60	18,30
Geração de renda dos ativos operacionais ( <sup>6</sup> )	15,50	29,80	6,00
Alavancagem ( <sup>7</sup> )	7,49	9,03	18,24

(<sup>1</sup>) 126 bancos.

(<sup>2</sup>) Inclui o ABN Amro/Real, Bank Boston, Bilbao Vizcaya, Citibank, Deutsche, HSBC, Santander (não inclui o Banespa).

(<sup>3</sup>) ABN Amro, Bank of America, Chase, Citibank, Deutsche, Fleet Boston, HSBC, BSCH.

(<sup>4</sup>) Lucro líquido/patrimônio líquido.

(<sup>5</sup>) Lucro líquido/receitas.

(<sup>6</sup>) Receitas/ativos operacionais (ativos totais deduzido o ativo permanente, relações interfinanceiras e interdependências e carteiras de títulos de terceiro).

(<sup>7</sup>) Ativo total menos patrimônio líquido/patrimônio líquido.

Fonte: ABM Consulting extraído de Miya (2001: 537).

Como operam com baixa alavancagem a exemplo dos congêneres nacionais, os bancos sob controle estrangeiro podem aumentar ainda mais seu potencial de ganho. Na medida em que uma parcela dos lucros for remetida para as matrizes no exterior, a ampliação da presença estrangeira pode contribuir para aumentar a vulnerabilidade do balanço de pagamentos a exemplo do resultado do processo de privatização das empresas do setor de infra-estrutura (ver seção 3).

Dados de uma pesquisa recente elaborada no âmbito do BIS, apresentados na Tabela 12, permitem uma comparação do desempenho dos bancos no Brasil por propriedade de capital no período 1994/99. Em relação ao retorno sobre os ativos, os bancos estrangeiros apresentam um desempenho inferior ao dos bancos privados, mas superior ao dos bancos públicos.<sup>34</sup> Porém, apresentam um melhor resultado em termos de eficiência operacional. Quanto às despesas com juros, os bancos estrangeiros incorrem em custo maior que os bancos privados nacionais, dado que não possuem capilaridade para a captação de depósitos à vista. O último indicador refere-se ao comportamento dos empréstimos bancários em período de recessão. Os bancos estrangeiros comportaram-se de forma extremamente conservadora na concessão de crédito quando comparados com os bancos públicos e mesmo com os privados nacionais.

Tabela 12  
Desempenho dos bancos por propriedade do capital – Média 1994/99

	Privados nacionais	Bancos públicos	Privados estrangeiros
Retorno sobre ativos	3,2	-0,5	2,7
Custos operacionais como % dos ativos totais	7,1	4,6	8,6
Despesas com juros como % dos depósitos totais	27,0	53,2	51,0
Variação porcentual real nos empréstimos totais <sup>(1)</sup>	15,0	24,0	2,0

<sup>(1)</sup> Período 1997/1998.

Fonte: Hawkins & Mihaljek (2001: 39 e 42) – Elaboração própria.

### 3. Abertura financeira e vulnerabilidade externa

A análise realizada nas seções 1 e 2 sugere que a abertura financeira da economia brasileira não contribuiu para a superação da fragilidade financeira estrutural do país: a inexistência de mecanismos privados domésticos de financiamento de longo prazo. Nos anos 1990, o BNDES continuou sendo o provedor, por excelência, de recursos de longo prazo no mercado doméstico para o financiamento dos investimentos produtivos.<sup>35</sup> A liberalização dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado doméstico não resultou na

(34) Para o período considerado, o desempenho dos bancos públicos foi afetado pelo enorme prejuízo do Banco do Brasil, o qual exigiu capitalização pelo Tesouro.

(35) Sobre as mudanças no papel desempenhado pelo BNDES e as novas iniciativas de financiamento de longo prazo nos anos 1990, ver: Cintra, Freitas & Prates (2000).

dinamização do mercado primário de ações, que permanece uma fonte marginal de financiamento para as empresas domésticas. E os recursos captados pelos bancos mediante emissão de títulos no exterior não alteraram de forma significativa o *funding* do sistema bancário; pelo contrário, foram canalizados, sobretudo, para operações de arbitragem com títulos públicos.

Igualmente, a ampliação da presença estrangeira no sistema financeiro brasileiro não alterou a dinâmica do mercado de crédito doméstico, no sentido de ampliação dos prazos, redução dos custos e da seletividade, a despeito dos supostos benefícios em termos de eficiência e solidez patrimonial associados a essa ampliação. Assim, não existe nenhuma garantia prévia de que a entrada de novos competidores refletirá na diminuição das tarifas e dos custos dos empréstimos. A entrada de novas instituições e a ampliação da presença estrangeira nesses países têm como motivação básica a possibilidade de obtenção de ganhos expressivos. Nesse sentido, mesmo que possuam vantagens competitivas diante dos bancos domésticos, é difícil imaginar que as instituições estrangeiras irão se privar de amplas receitas, promovendo cortes em tarifas e margens. Se ocorrerem iniciativas desse tipo, serão muito mais estratégias de *marketing* de curto prazo do que expressão de uma política duradoura. Ademais, a concorrência via preços é apenas uma dentre várias das estratégias competitivas de uma instituição bancária.

Assim, a abertura financeira não teve os efeitos benéficos propalados pelos seus defensores. Mas, em contrapartida, contribuiu para o aumento da vulnerabilidade externa do país ao estimular o crescimento da dívida externa securitizada e dos investimentos de portfólio, que compõem (ao lado da dívida externa bancária e do estoque de IED) o passivo externo bruto da economia brasileira. Esse passivo, por sua vez, gera um fluxo permanente de remessas de serviços fatores (juros e lucros e dividendos), que se tornaram o principal componente do elevado déficit em conta corrente do país. Ademais, como o aumento da participação estrangeira no sistema financeiro doméstico também contribuiu para a elevação dos estoques de investimentos externos diretos, esta dimensão da abertura financeira poderá, igualmente, ter efeitos negativos sobre o balanço de pagamentos. Entretanto, a ausência de informações desagregadas sobre a remessa de lucros não permite que se estabeleça uma relação direta entre o aumento da internacionalização bancária e a vulnerabilidade externa.

O ciclo recente de endividamento externo e de crescimento do estoque de ativos domésticos, produtivos e financeiros, em poder de não residentes, somente seria sustentável e virtuoso se esses recursos contribuíssem para a obtenção de superávits na balança comercial, os quais possibilitariam o pagamento dos compromissos já assumidos com o exterior (amortizações, remessas de juros, lucros e dividendos) e, num segundo momento, a redução da dependência externa. Contudo, o aumento contínuo do passivo externo do país não tem sido acompanhado por investimentos que ampliam a capacidade de geração e/ou a

economia de divisas, ao mesmo tempo em que resulta numa elevação significativa das remessas de serviços fatores. Por um lado, como já mencionado, grande parte dos investimentos estrangeiros de portfólio, seja no mercado doméstico, seja no mercado internacional, contribuiu apenas marginalmente para o financiamento dos investimentos. Por outro lado, o IED não direcionado para o sistema financeiro e para o setor de serviços concentrou-se em setores com a produção voltada para o mercado interno<sup>36</sup> (Prates, 1999).

O aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira na segunda metade dos anos 1990 evidencia-se na evolução de alguns indicadores de fluxo e de estoque (ver Tabela 13). Após 1996, observa-se uma deterioração de todos os indicadores, com uma melhora marginal em 2000. Em relação aos fluxos, destaca-se o aumento significativo do indicador 'remessas líquidas de serviços fatores' como porcentagem do déficit em conta corrente (DCC), principalmente no biênio 1999/2000, em função, sobretudo, do crescimento das remessas de juros. A queda das remessas de lucros e dividendos, como proporção do DCC, nesse período, decorreu possivelmente da redução do estoque de investimentos de portfólio de não residentes (tanto em ações quanto em títulos de renda fixa), após as crises russa e brasileira, bem como à menor remessa de lucros e dividendos ao exterior pelas empresas e instituições financeiras estrangeiras, o que deve estar associado à estratégia dos recém-chegados de consolidar suas posições no país.

Tabela 13  
Indicadores de vulnerabilidade externa

Coefficientes (em %)	1997	1998	1999	2000
<b>Fluxos</b>				
DCC/PIB	4,0	4,5	4,8	4,1
DCC/exportações	58,1	65,4	52,9	44,8
Remessas líquidas de serviços fatores/DCC	48,3	54,4	74,2	72,5
Remessas líquidas de juros/DCC	30,8	34,2	58,6	59,4
Remessas líquidas de lucros e dividendos/DCC	17,7	20,5	16,2	13,4
<b>Estoques</b>				
Passivo externo bruto/PIB <sup>(1)</sup>	39,3	44,4	67,7	64,1
Passivo externo líquido/PIB <sup>(2)</sup>	31,2	37,4	59,4	57,6
Passivo externo líquido/Exportações	449,9	539,7	657,3	621,1
Estoque IED + IEP/PIB <sup>(3)</sup>	42,0	39,0	44,4	48,5
Dívida externa líquida/Exportações	260,8	329,3	365,2	320,2
Dívida externa líquida/PIB	26,2	29,8	41,3	36,2

<sup>(1)</sup> Passivo externo bruto = Dívida externa total + Estoque de IED e IEP.

<sup>(2)</sup> Passivo externo líquido = Passivo externo bruto - (Reservas internas+ Haveres dos bancos).

<sup>(3)</sup> Estoque de IED = último dado do Censo de Capital Estrangeiro de 1995 + soma dos fluxos anuais do período 1996/2000; estoque de IEP = Anexo IV + Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro.

Fonte: Banco Central do Brasil e Anbid.

Uma questão fundamental diz respeito à trajetória, no futuro próximo, das remessas de serviços fatores, que correspondem atualmente a mais de 70% do

(36) Sobre o direcionamento interno dos fluxos de investimento externo direto nos anos 1990, ver Laplane & Sarti (1997) e Gonçalves (1998).

déficit em conta corrente. Se, por um lado, a gestão macroeconômica doméstica tem algum raio de manobra para reduzir o déficit comercial mediante a contenção do crescimento interno, por outro lado sua capacidade de influenciar o déficit em serviços fatores é nula, já que esse não depende do nível de atividades interno. As remessas de juros, lucros e dividendos dependerão do comportamento do passivo externo líquido do país – que corresponde ao passivo externo menos as reservas internacionais e os haveres externos dos bancos residentes. O indicador passivo externo líquido em porcentagem do PIB cresceu continuamente no período 1996/99, como reflexo tanto do aumento do estoque de IED e IEP quanto da expansão do endividamento externo.<sup>37</sup> O mesmo indicador relativo ao passivo externo bruto – cuja trajetória é igualmente relevante, dado o elevado grau de volatilidade das reservas internacionais – também aumentou expressivamente. Assim, a tendência de aumento da participação dos serviços fatores no DCC deve se manter nos próximos anos, ao mesmo tempo em que a contribuição das exportações para a amortização desse passivo tem se reduzido, como mostra o aumento do indicador Passivo Externo Líquido/Exportações.

A melhora dos indicadores de fluxos e de estoque em 2000 não deve ser motivo de otimismo, pois deve se reverter nos próximos anos. Em relação aos fluxos, as remessas de lucros e dividendos devem retomar sua trajetória de crescimento: por um lado, o objetivo dos investimentos externos diretos é exatamente a geração de lucros e dividendos que aumentem a lucratividade consolidada da empresa ou instituição financeira matriz; por outro lado, os efeitos negativos da retração do crescimento nos países centrais sobre a rentabilidade das matrizes devem pressionar as remessas de lucros e dividendos pelas filiais. Nesse sentido, vale lembrar que as subsidiárias dos bancos estrangeiros presentes no Brasil são mais lucrativas que suas matrizes tanto em termos da rentabilidade patrimonial como da rentabilidade operacional, como mencionado na seção 3. Quanto aos estoques, a crise cambial brasileira e a maior aversão ao risco dos “mercados emergentes” pelos investidores estrangeiros tiveram um efeito conjuntural positivo sobre os indicadores, pois resultaram na redução das aplicações de não residentes no mercado financeiro doméstico e da dívida externa securitizada. A queda dessa dívida é explicada tanto pela menor demanda externa por papéis brasileiros quanto pela recompra de títulos pelos emissores domésticos, que tiraram proveito da queda dos preços no mercado secundário.<sup>38</sup>

---

(37) Apesar da dívida externa brasileira em porcentagem do PIB ser menor que a de outros países em desenvolvimento, em termos absolutos ela é uma das maiores.

(38) Como, até agosto de 2000, o pagamento antecipado da dívida não era permitido pelo Bacen, a recompra dos títulos foi efetuada através de remessas de recursos pela conta CC-5 do mercado fluante. Contudo, somente no boletim de agosto de 2001, essa recompra foi contabilizada pelo Bacen (Pinto, 2001). A partir desse boletim, utilizado como fonte da Tabela 13, os dados de dívida externa também foram adaptados à nova metodologia adotada pelo Bacen, segundo a qual os empréstimos intercompanhias devem ser contabilizados como investimento externo direto.

Mesmo com a redução registrada em 2000, os patamares atuais dos indicadores de estoque são muito elevados e insustentáveis no médio e longo prazo. A dimensão atual do passivo externo líquido e o desempenho medíocre das exportações (mesmo após a “maxidesvalorização” cambial de 2001) exigem a absorção de um volume expressivo de recursos externos, que deve encontrar obstáculos nos próximos anos. Isso porque as tendências recentes do mercado financeiro internacional, sintetizadas na Introdução, apontam para uma redução, não somente conjuntural, dos fluxos financeiros para os “mercados emergentes”. E os fluxos de investimento externo direto para o país, que vinham contribuindo para o financiamento de parte significativa do déficit em conta corrente nos últimos anos, também devem se retrair (tendência que já se manifestou no primeiro semestre de 2001), devido à recessão mundial e, do lado doméstico, à conclusão das privatizações e ao estágio avançado do processo de aquisição de empresas nacionais por estrangeiras, bem como às perspectivas desfavoráveis em relação ao crescimento interno, em razão da própria vulnerabilidade externa do país.

Finalmente, vale mencionar que, a perdurar a atual política econômica – elevadas taxas de juros para sustentar o financiamento externo e necessidade de refinanciamento da dívida pública mobiliária, em contínua expansão – e, em particular, sem a definição de uma política financeira que priorize o longo prazo, não surgirão mecanismos para o financiamento do desenvolvimento. No Brasil, onde já estavam presentes importantes bancos estrangeiros de distintas procedências, o sistema financeiro privado jamais se envolveu na concessão de financiamento de longo prazo para as empresas produtivas, exceto como repassador de capital de empréstimo externo ou de recursos das agências oficiais de fomento. A estabilização duradoura, o ambiente de liberdade dos movimentos de capitais e o predomínio de instituições financeiras estrangeiras não irão promover *per si* a resolução desse problema.

Maria Cristina Penido de Freitas é pesquisadora sênior da Fundação do Desenvolvimento Administrativo de São Paulo (DIESP/Fundap).

Daniela Magalhães Prates é pesquisadora da Fundação do Desenvolvimento Administrativo de São Paulo (DIESP/Fundap).

### Referências bibliográficas

ADAMS, Charles, MATHIESON, Donald J., SCHINASI, Garry. *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, Sept. 1999.

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto. O novo perfil do sistema financeiro. *Relatório Econômico*, Rio de Janeiro, jun. 2001.

ANTUNES, Marcello. Estrangeiros compram mais títulos públicos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 19 abr. 2001. p. A4.

- BACEN – Banco Central do Brasil. *50 maiores bancos*. Brasília, D.F.: Banco Central do Brasil, Sisbacen, 11 set. 2001a. Disponível na Internet: <<http://www.bcb.gov.br>>.
- \_\_\_\_\_. *Nota para a imprensa: juros e spread bancário*. Brasília, D.F.: Banco Central do Brasil. Departamento de Estudos e Pesquisa, 21 ago. 2001b. Disponível na Internet: <<http://www.bcb.gov.br/publicações>>.
- BIS – Bank for International Settlements. *71st Annual Report*. Basle: BIS, Jun. 2001a.
- \_\_\_\_\_. International banking and financial market developments. *BIS Quarterly Review*, Jun. 2001b.
- CAMBA, Daniele. Ação brasileira perde charme em NY. *Valor Econômico*, 9 ago. 2001. p. C2.
- CINTRA, Marcos A. M. Negociações multilaterais e regionais sobre serviços financeiros e seu impacto doméstico. In: FREITAS, Maria Cristina P. de (Org.). *Abertura do sistema financeiro no Brasil*. Brasília: IPEA; São Paulo: Edições Fundap/Fapesp, 1999. p. 174-205.
- \_\_\_\_\_, FREITAS, M. Cristina P. As megainstituições e a instabilidade financeira: os desafios para a regulamentação prudencial. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 20, n. 2, abr./jun., 2000.
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_, PRATES, Daniela M. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, dez. 2000.
- CONGER, Lucy. Fusão pode criar gigante mexicano. *Gazeta Mercantil Latino-Americana*, ano 5, n. 220, 8-14 maio 2000. p. 30.
- D'AMORIM, Sheila, ANTUNES, Marcello, TEIXEIRA, Mauro. CMN facilita as captações externas. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 31 ago. 2000. p. B3.
- DIEESE. *Setor financeiro: conjuntura, resultados, remuneração e emprego*. São Paulo: DIEESE, Linha Bancários, jun. 2001. (Mimeogr.).
- ECONOMIST (The). Europe's lovesick bankers. *The Economist*, London, Jan. 10<sup>th</sup>, p. 61-62, 1998.
- FREITAS, M. Cristina P. A abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro. In: FREITAS, Maria Cristina P. de (Org.). *Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90*. Brasília: IPEA; São Paulo: Edições Fundap/Fapesp, 1999. p. 101-172.
- \_\_\_\_\_. Política financeira, fragilidade e reestruturação bancária. In: CARNEIRO, Ricardo et al. *Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Edições Fundap, 2000. p. 235-295.
- \_\_\_\_\_, PRATES, Daniela. M. Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional nos anos 90. In: FREITAS, Maria Cristina P. (Org.). *Abertura do sistema financeiro no Brasil*. São Paulo: Fundap/Fapesp; Brasília: Ipea, 1999.
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México. *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n. 70, p. 53-69, abr. 2000.
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. As novas regras de supervisão bancária do BIS e seus efeitos sobre os países em desenvolvimento. *Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 19, n. 35, p. 145-170, mar. 2001.

- GONÇALVES, Reinaldo. *Globalização e desnacionalização*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1998.
- HAWKINS, John, MIHALJEK, Dubrako. The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability: an overview. *BIS Papers*, Basle, n. 4, p. 1-43, Aug. 2001.
- IZAGUIRRE, Mônica. Conversibilidade do real poderá eliminar a CC-5. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 8 nov. 1999. p. B1.
- \_\_\_\_\_, NUNES, Vicente. BC impõe novas regras para a entrada de estrangeiros. *Gazeta Mercantil*, 16, 17-18 jul. 1999. p. B1.
- JABUR, M. A. Abertura de capital tem procura recorde. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 23 dez. 1997. p. C1.
- KPMG. *Pesquisa internacional sobre indústria bancária e de seguros*. São Paulo: Federação Brasileira das Associações de Bancos, set. 1998.
- LAPLANE, Mariano, SARTI, Fernando. Investimento Direto Estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, 1997.
- LUCCHESI, Cristiane Perini. BC prepara medidas para liberação do câmbio. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14 jun. 1999a. p. B1.
- \_\_\_\_\_. Empresas captam com cobertura do “risco Brasil”. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 23 jul. 1999b. p. B3.
- MATHIESON, Donald J., SCHINASI, Garry. *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, Jul. 2001.
- MIYA, Fideo. Marcas estrangeiras em mais fachadas. *Gazeta Mercantil, Balanço anual*, São Paulo, ano XXV, n. 25, p. 536-537, 2001.
- MOTA, Marcelo, MIYA, Fideo. Banco privado deve reduzir captação externa. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 mar. 2000. p. B3.
- PINTO, Celso. BC quer liberalizar o câmbio. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 3 out. 1999. p. B1.
- \_\_\_\_\_. A coerência da dívida que sumiu. *Valor Econômico*, São Paulo, 6-9 set. 2001. p. B3.
- PRATES, Daniela M. Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. In: FREITAS, Maria Cristina P. (Org.). *Abertura do sistema financeiro no Brasil*. São Paulo: Fundap/Fapesp; Brasília: Ipea, 1999.
- \_\_\_\_\_. Abertura financeira e vulnerabilidade externa. In: CARNEIRO, Ricardo et al. *Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Edições Fundap, 2000. p. 19-69.
- RAFFIN, Marcelo. *Una nota sobre la rentabilidad de los bancos extranjeros en Argentina*. Buenos Aires: BCRA, ago. 1999. (Nota Técnica, n. 6). Disponível na Internet: <<http://www.bkra.gov.ar>>.
- REBOUÇAS, Lucia. Aumento de ADR reduz entrada de estrangeiros. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 24 jul. 2000a. p. B4.

- REBOUÇAS, Lucia. Estrangeiros desistem de aplicar no Brasil. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 nov. 2000b. p. B2.
- SBIF – Superintendente de Bancos y Instituciones Financieras. *Sistema financiero chileno*. 2000. Disponível na Internet: <<http://www.sbif.cl>>.
- SOBEET – Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica. *Carta da Sobeet*, São Paulo, ano 2, n. 1, jan./fev. 1998.
- SOUZA, Lucy. A. de. *O mercado de capitais brasileiro no período 1987-97*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 1998. (Tese, Doutorado).
- TEIXEIRA, Mauro. Bancos captam menos com queda da demanda. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 17 ago. 2000a. p. B3.
- \_\_\_\_\_. Empresas buscam alternativas no crédito externo. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 6 nov. 2000b. p. B3.
- \_\_\_\_\_. Empréstimo bancário substitui captação. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 2-4 mar. 2001a. p. B3.
- \_\_\_\_\_. Corrida por empréstimo externo para baixar custo. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 1-3 jun. 2001b. p. B3.
- ZAPAROLLI, Domingos. NY ocupa o espaço das bolsas latinas. *Gazeta Mercantil Latino-Americana*, 20-26 ago. 2001. p. LA3.

### Resumo

O propósito deste artigo é examinar os efeitos da abertura financeira no governo FHC sobre o mercado financeiro doméstico e a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Argumenta-se que, além de os efeitos benéficos dos investimentos estrangeiros de portfólio e o aumento da presença estrangeira no sistema financeiro, propalados pelos organismos multilaterais, não terem se concretizado, o aumento do passivo externo da economia brasileira, associado ao processo de abertura, teve efeitos deletérios sobre a vulnerabilidade externa do país.

**Palavras-chave:** Globalização; Abertura financeira; Investimentos de portfólio, Bancos estrangeiros, Vulnerabilidade externa; Economia – Brasil.

### Abstract

The purpose of this article is to present an evaluation of the financial openness promoted by the FHC's government over the internal financial market and the external vulnerability of the Brazilian economy. The article concludes that the expected benefits derived from the external portfolio investment and from the augmentation of foreign banks haven't been accomplished. In fact, its consequence, the expansion of the Brazilian external liabilities, have had negatives effects on the country external vulnerability.

**Key words:** Globalization; Financial openness; Portfolio investments; Foreign banks, External vulnerability; Brazil – Economic policy.