

S
UFRJ/IE
TD433

NS362178

UNIVERSIDADE FEDERAL
DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

*Estrutura do sistema financeiro e modelos de financiamento:
a experiência brasileira (1964/1997) e suas perspectivas**

nº 433

Jennifer Hermann

Abril de 1999

Textos para Discussão

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

UFRJ/CCJE
Biblioteca Eugênio Gudin

*Estrutura do sistema financeiro e modelos de financiamento:
a experiência brasileira (1964/1997) e suas perspectivas**

nº 433

✓ Jennifer Hermann



43 - 016813

Abril de 1999

* Este trabalho é fruto de pesquisa desenvolvida pela autora no Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), no âmbito do *Projeto de Estudos da Moeda e do Sistema Financeiro*.

Diretor Geral: Prof. João Carlos Ferraz
Diretor Adj. de Graduação: Prof. Maria Lúcia T. Werneck Vianna
Diretor Adj. de Pós-graduação: Prof. Francisco Eduardo P. de Souza
Diretor Adj. de Pesquisa: Prof. João Lizardo R. Hermes de Araújo
Diretor Adj. Administrativo: Prof. João Carlos Ferraz
Coordenador de Publicações: Prof. David Kupfer
Projeto gráfico: Ana Lucia Ribeiro

Editoração: Jorge Amaro
Beatriz Abreu

Revisão: Janaina Medeiros
Flávio Sabbagh Armony

Secretária: Joseane de O. Cunha

Impressão: Paulo Wilson de Novais

Ficha catalográfica N.º 241 01 1 2000
503568-6
nw 369178

HERMANN, Jennifer

Estrutura do sistema financeiro e modelos de financiamento: a experiência brasileira (1964/1997) e suas perspectivas. / Jennifer Hermann. -- Rio de Janeiro; UFRJ/IE, 1999.

69p.; 21cm. (Texto para Discussão. IE/UFRJ; n.º. 433)

1. Financiamento – Brasil, 1964/97. 2. Sistema Financeiro. 3. Brasil – Política Financeira. I. Título. II. Série.

O Programa Editorial do IE/UFRJ (sucessor dos Programas Editoriais do IEI e da FEA/UFRJ), através das séries "TEXTOS PARA DISCUSSÃO", "TEXTOS DIDÁTICOS" e "DOCUMENTOS", publica artigos, ensaios, material de apoio aos cursos de graduação e pós-graduação e resultados de pesquisas produzidos por seu corpo docente.

Essas publicações, assim como mais informações, encontram-se disponíveis na livreria do Instituto de Economia, Av. Pasteur, 250 sala 4 (1º andar)–Praia Vermelha–CEP: 22290-240/Cx. Postal 56028–Telefone: 295-1447, ramal 224; Fax 541-8148, A/c Sra. Joseane de O. Cunha.

DIGITALIZADO PELA BIBLIOTECA EUGÊNIO GUDIN EM PARCERIA COM A DECANIA DO CCJE/UFRJ

SUMÁRIO

Resumo	5
Abstract	5
1. Introdução	7
2. Financiamento a longo prazo: um quadro analítico	9
3. Sistema financeiro e modelo de financiamento no Brasil: das reformas de 1964-67 à década de 80	18
4. O sistema financeiro brasileiro na década de 90	31
5. Considerações finais e perspectivas de formação de um novo modelo de financiamento no Brasil	39
Notas	64
Referências Bibliográficas	67

RESUMO

O artigo examina a experiência brasileira de financiamento a longo prazo nas últimas três décadas, visando identificar os condicionantes do "modelo de financiamento" desenvolvido no país ao longo deste período, calcado no crédito público e externo, bem distante do "modelo de mercado de capitais" idealizado nas reformas de 1964-66. A partir desta análise, busca-se também avaliar as perspectivas de desenvolvimento de um modelo alternativo, liderado pelo segmento privado nacional. Com base na experiência internacional, duas alternativas são consideradas: a) a expansão do *mercado de capitais*, de modo a viabilizar o financiamento direto em larga escala; b) a formação de um *sistema de crédito bancário privado*, em complemento ou em substituição ao crédito público e externo. A análise das tendências observadas até 1997 mostra sinais de persistência do perfil "curto-prazista" da poupança nacional e, portanto, das dificuldades de captação a longo prazo que sempre caracterizaram o sistema financeiro brasileiro. Nessas condições, o desenvolvimento da via do mercado de capitais ou do crédito bancário no Brasil, encontra-se, hoje, na dependência da adoção de políticas financeiras voltadas para este fim.

ABSTRACT

The article deals with Brazilian experience of investment finance since middle 1960's, aiming, first, to identify the determinants of the "finance model" developed in the country during the last decades, based on public and external credit, apart the "capital market based system" idealized in the 1964-66 reforms. Second, this analysis serves to guide a discussion about

perspectives of development of an alternative model in Brazil, led by national private institutions. On the basis of the international experience, two alternatives are considered: a) expansion of the stock market, in order to make possible direct financing in large scale; b) formation of a private bank credit system, in complement or in substitution to the public and external credit. The analysis of the trends observed up to 1997 shows signs of persistence of the aspects that had always characterized the Brazilian financial system: the "short-termist" profile of national saving and, hence, of the difficulties in attract long run resources. Under these conditions, development of both the stock market and the bank credit models, nowadays, depends on financial policies designed to this end.

Palavras-chave: sistemas financeiros (financial systems); financiamento de investimentos (investment finance); políticas financeiras (financial policies).

1. INTRODUÇÃO

Analisando a experiência de industrialização de economias avançadas no pós-guerra, Zysman (1983) classifica três modelos paradigmáticos de sistema financeiro, aos quais associam-se diferentes mecanismos de financiamento de investimentos: os *sistemas de mercado de capitais* ("capital markets based systems"), desenvolvidos no Reino Unido e Estados Unidos e dois tipos de *sistemas de crédito bancário* ("credit based systems"): os de *crédito privado*, cujo caso característico é o alemão, e os de *crédito governamental* (ou *público*), ilustrados pelas experiências francesa e japonesa.

No Brasil, a primeira tentativa governamental de organização do sistema financeiro, de modo a capacitá-lo ao atendimento da demanda por fundos a longo prazo se dá em meados da década de 60, com as reformas financeiras de 1964-67, que tentaram constituir um *sistema de mercado de capitais*, nos moldes do modelo americano. Na prática, contudo, formou-se no Brasil um sistema calcado no crédito público e externo, em complemento ao auto-financiamento. Embora distante do plano original, este arranjo foi exitoso no sentido de promover e apoiar o processo de industrialização tardia do país. No início da década de 80, porém, a fragilidade desse modelo tornou-se patente: mudanças adversas na capacidade de poupança do setor público e nas condições de liquidez internacional conduziram ao rápido crescimento e dificuldades de sustentação das dívidas pública e externa, sentenciando o esgotamento do modelo de financiamento existente.

Desde então, a economia brasileira e o mercado financeiro internacional passaram por transformações importantes. Dois aspectos essenciais marcam o novo cenário: i) a sensível mudança de postura do governo brasileiro na economia - iniciada no governo Collor de

Mello (1990) e aprofundada na primeira gestão de Fernando Henrique Cardoso (1995-98) – no sentido de uma atuação mais reguladora (indireta) e menos intervencionista, tanto no setor industrial quanto financeiro; ii) a mudança de perfil do sistema financeiro mundial, cujo modo de atuação vem se pautando pela crescente substituição do crédito bancário tradicional por sofisticadas operações de financiamento direto, caracterizando o processo hoje conhecido como “securitização” (CARVALHO, 1997; CINTRA & FREITAS, 1998).

Essas novas condições questionam a possibilidade de reprodução do antigo modelo de financiamento no Brasil, colocando, como alternativas: a) a expansão do *mercado de capitais*, de modo a viabilizar o financiamento direto em larga escala; b) a formação de um *sistema de crédito bancário privado* de longo prazo, em complemento ou mesmo em substituição ao crédito público e externo. O presente artigo examina a experiência brasileira de financiamento a longo prazo, buscando identificar os principais condicionantes do modelo desenvolvido no país ao longo das últimas décadas e, em vista desta análise, discutir as perspectivas de desenvolvimento de um modelo alternativo, liderado pelo segmento privado nacional.

O texto é desenvolvido em mais quatro seções. A seção 2 apresenta o quadro analítico que norteará a discussão, tendo por base a taxonomia de modelos de financiamento proposta por Zysman (op. cit.) e uma análise das condições de formação de cada modelo. A seção 3 examina a experiência brasileira a partir das reformas de 1964-66, estendendo-se até fins da década de 1980. Os anos 90 são analisados separadamente na seção 4, por se distinguirem do período anterior em diversos aspectos, como a organização institucional do

setor financeiro, alterada por uma reforma bancária em 1988; as condições mais favoráveis de acesso a recursos externos; e, a partir de 1994, o cenário de estabilidade de preços. A seção 5 finaliza o texto, com uma breve discussão sobre as perspectivas de desenvolvimento de um novo modelo de financiamento no Brasil, em uma das linhas acima mencionadas, em vista das atuais condições de operação do sistema financeiro e das principais tendências identificadas até 1997.

2. FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO: UM QUADRO ANALÍTICO

2.1 Modelos de financiamento

Os *sistemas de mercado de capitais* se desenvolveram nas economias pioneiras no processo de industrialização, tendo nos Estados Unidos e Inglaterra seus casos típicos. Como sugere o nome, esse modelo caracteriza-se pela importância do mercado de capitais no processo de financiamento das firmas, que se dá pela emissão de títulos de propriedade (ações) ou de dívida (debêntures e outros) diretamente junto ao público poupador – e não junto a bancos. Os demandantes típicos desses papéis no setor financeiro são as instituições não-bancárias que, não sendo autorizadas a captarem depósitos a vista junto ao público, operam com passivos e ativos de duração média mais longa que a dos bancos. Estes, por sua vez, atuam basicamente, no segmento de crédito de curto prazo (crédito pessoal e para capital de giro), em consonância com o prazo relativamente mais curto de suas fontes de captação, que incluem depósitos a vista.

A estrutura de sistema financeiro característica do modelo de mercado de capitais é diversificada e especializada. A especialização é determinada pelos tipos de instrumentos de captação e aplicação a que, de acordo com a regulamentação vigente, a instituição pode ter acesso¹. A ampla regulamentação e segmentação do setor é, portanto, outra marca dos sistemas de mercado de capitais. No caso americano, a segmentação e especialização das instituições não surgiram como desdobramento natural do desenvolvimento do sistema financeiro, mas foram produzidas pela regulamentação imposta, nos anos 1930, com o objetivo explícito de zelar pela segurança do sistema, através do disciplinamento da concorrência no setor (BAER & MOTE, 1991; ZYSMAN, 1983, pp. 266-281; CARGILL, 1983, Cap. 9 e 10). No caso inglês, embora a especialização tenha surgido de forma espontânea, ela foi claramente estimulada pela regulamentação (LLEWELLYN, 1991).

Desde o início da década de 80, a segmentação do mercado financeiro vem sendo gradativamente erodida nos países-modelo desse sistema que, por força de uma série de pressões internas e externas – basicamente, inovações financeiras e concorrência externa – vêm passando por um contínuo processo de desregulamentação do setor (EDEY & HVIDING, 1995; KREGEL, 1998). Mas, como as inovações financeiras recentes têm se caracterizado pelo avanço e sofisticação das operações de securitização, a desregulamentação em curso não altera a principal característica desse modelo de sistema financeiro – o papel preponderante do mercado de capitais no processo de financiamento da atividade econômica – e tende, inclusive, a reforçá-la.

No sistema de *crédito privado*, cujo caso típico é o da economia alemã, o financiamento de investimentos assume, predominantemente, a forma de empréstimos bancários a longo prazo, providos por bancos privados de

grande porte, organizados sob a forma de “bancos universais”. Este tipo de organização bancária caracteriza-se por estruturas de ativo e passivo diversificadas, que refletem a atuação simultânea do banco em diversos segmentos do mercado financeiro, como o crédito de curto e longo prazo, a corretagem de ações e títulos e outros tipos de operação.

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

O papel da regulamentação foi também importante na formação desse tipo de sistema financeiro, embora em sentido oposto ao das experiências americana e inglesa. No caso alemão, por razões culturais e históricas, a regulamentação da atividade financeira voltou-se, sempre, para o objetivo de propiciar condições de financiamento para o rápido crescimento econômico, ou mesmo reconstrução, nos períodos pós-guerras (ZYSMAN, 1983, pp. 251-265; POZDENA & ALEXANDER, 1992, pp. 571-575). Nessas

condições, a atuação das instituições bancárias em qualquer área jamais foi vetada. Ao contrário, até a atuação dos bancos no setor não-financeiro, através de participações ou mesmo do controle acionário, era – e ainda é – explicitamente permitida pelas autoridades locais. Essa regulamentação explica, em grande parte, a tendência do sistema financeiro alemão à concentração (nos dois sentidos acima mencionados) e à conglomeração, isto é, à formação de grandes corporações, lideradas por bancos universais, atuantes em diversos setores da economia.

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

A liderança das instituições públicas nos sistemas de crédito governamental não tem, necessariamente, uma correspondência visível na composição do sistema bancário. Ela pode traduzir-se pela predominância de bancos públicos na provisão de fundos a longo prazo, como no caso francês, ou pela forte influência do Estado sobre a atividade do sistema bancário, via regulamentação e políticas de crédito seletivo, como no modelo japonês – neste caso, a classificação do sistema como *public credit based system* deve-se mais ao seu modo de operação (*state-led*, na expressão de Zysman) que à estrutura do

sistema financeiro. Do ponto de vista estrutural, portanto, esse tipo de sistema financeiro apresenta-se mais diversificado e menos concentrado (quanto à variedade de instituições) que o modelo alemão, mantendo, porém, a condição de debilidade do mercado de capitais e predominância do financiamento indireto.

2.2 Condições de formação dos diversos modelos

A formação de sistemas de mercado de capitais requer a presença de algumas condições básicas: i) firmas de grande porte, capazes de inspirar confiança nos poupadores-fornecedores de recursos; ii) renda agregada elevada o suficiente para gerar poupadores com o perfil adequado às necessidades das firmas que buscam financiamento – ou seja, poupadores a longo prazo; iii) mercados secundários bem organizados, uma vez que, por mais confiáveis que sejam as empresas emissoras de títulos, papéis de longo prazo e de renda variável envolvem, sempre, um grau de risco considerável; assim, a existência de mercados que dêem liquidez aos títulos torna-se um estímulo e uma condição de sobrevivência para o próprio segmento primário – onde se dá, efetivamente, a operação de financiamento; iv) a organização de um sistema de informações (sobre a situação financeira das empresas) e supervisão eficientes, de modo a reduzir os riscos das operações.

O espaço para renegociação dos ativos cria também uma fonte de risco para o poupador, associada à possibilidade de depreciação do ativo no mercado secundário. Quanto mais volátil for o mercado, maior será esse risco, embora sejam também maiores as possibilidades de ganhos de capital. A volatilidade depende de fatores intrínsecos à rentabilidade dos ativos – perspectivas de retorno

e política de distribuição de lucros das firmas emitentes – e também da dimensão do mercado: mercados “pequenos” tendem a ser mais voláteis, face à elevada proporção que cada título e cada investidor representam no total dos volumes negociados.

Nos países onde o modelo de mercado de capitais se desenvolveu, a formação das condições propícias ao seu surgimento e operação cotidiana foi um processo longo e mais ou menos simultâneo ao desenvolvimento do capitalismo nesses países. Isso explica que tal modelo tenha se originado justamente nas economias pioneiras da industrialização e da formação do modo de produção capitalista, e que sua reprodução não tenha se verificado em países que ingressaram tardiamente nesse processo. Nestes, a industrialização teve como modelo de financiamento os sistemas apoiados no crédito bancário.

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

2.3 Condicionantes da captação a longo prazo

A despeito das diferenças operacionais e estruturais que mantêm entre si, os sistemas de financiamento classificados por Zysman têm um aspecto em comum: a necessidade de dispor de condições de captação de recursos a longo prazo, de modo a capacitar as instituições financeiras bancárias e não-bancárias a adquirirem ativos com esse perfil temporal. A formação dessas condições apóia-se em dois pilares: na capacidade de *geração* de poupança pela economia e na existência de condições propícias à *conversão* da poupança agregada em poupança financeira, isto é, em demanda por ativos financeiros de médio e longo prazo.

Os fatores específicos do setor financeiro – instituições e instrumentos – atuam, basicamente, sobre as condições de *conversão* da poupança agregada em passivos de longo prazo. A *geração* da poupança depende, mais diretamente, das condições estruturais e conjunturais de operação da economia. Um elemento estrutural básico, neste caso, é o próprio grau de desenvolvimento econômico do país, que define sua capacidade de gerar poupança endogenamente: quanto mais avançado o processo de desenvolvimento, maiores os níveis de renda agregada e “per capita” da economia e maior é a sua propensão a poupar².

Outro fator estrutural importante é o perfil de distribuição funcional da renda. A forte concentração nos lucros, em detrimento dos salários, tende a estimular o auto-financiamento das firmas, dificultando a captação de recursos a longo prazo pelo sistema financeiro³. Nesses casos, a predominância do auto-financiamento é mais a *causa* que o resultado da debilidade dos mecanismos de financiamento do investimento, que reflete, tão somente, a racionalidade econômica das firmas: sendo elas mes-

mas, as poupadoras finais, não faria sentido pagarem o "spread" bancário (no caso de recorrerem a empréstimos) ou o "spread" de risco (no caso de emissão de títulos no mercado de capitais) para utilizarem seus próprios recursos. Esta condição não compromete diretamente a formação de poupança, mas sim a sua conversão em poupança financeira. Mas, a partir do ponto em que os recursos próprios das firmas se mostrem insuficientes para alavancar os investimentos, a concentração funcional da renda, ao dificultar o desenvolvimento de um mercado financeiro de longo prazo, acaba por comprometer também a capacidade de geração de poupança e de crescimento da economia.

O ritmo de crescimento econômico - um fator conjuntural - também exerce influência sobre a capacidade de geração de poupança agregada. Economias em fase de crescimento, especialmente se liderado por investimentos, têm melhores condições de gerar excedentes que em fases recessivas, na medida em que o crescimento econômico eleva a renda e, com ela, a poupança agregada (ainda que a propensão a poupar se mantenha a mesma).

A análise precedente sugere que os determinantes da formação de condições de captação e financiamento a longo prazo, especialmente os de ordem estrutural, atuam de um modo "perverso", desfavorecendo as economias menos desenvolvidas ou em processo de desenvolvimento - justamente as que mais demandam fundos a longo prazo. Economias em estágio mais avançado de desenvolvimento e/ou em fases prolongadas de crescimento econômico têm, potencialmente, melhores condições de formação de poupança financeira e, por conseguinte, de captação e financiamento a longo prazo que aquelas em processo de desenvolvimento. A experiência internacional parece confirmar essa hipótese, demonstrando que foram raros os casos em que aqueles fatores se combinaram de modo a produzir espontaneamente um

mercado privado, dinâmico e auto-sustentado de ativos financeiros de longo prazo. Esse fenômeno só se verificou, até hoje, em três países: Estados Unidos e Inglaterra, que desenvolveram espontaneamente sistemas de mercado de capitais, e Alemanha, que deu origem ao modelo de crédito bancário privado.

Nos países onde, por diversas razões, não se produziram as condições propícias ao desenvolvimento voluntário de mecanismos de captação e oferta de fundos a longo prazo, três formas de ajuste foram observadas: i) concentração no auto-financiamento; ii) concentração no endividamento externo; iii) criação de instituições e mecanismos governamentais de financiamento (como nos casos comentados do Japão e França). A combinação das duas primeiras - que, até hoje, predomina nos países em desenvolvimento - não caracteriza exatamente uma solução para o problema do financiamento, refletindo, mais propriamente, a falta dela. Assim, nos países onde vigora esse "modelo" há, pelo menos em tese, potencial para expansão do sistema bancário e/ou do mercado de capitais domésticos. A oportunidade de exploração desse potencial, porém, dependerá das perspectivas de crescimento econômico do país e do perfil de regulamentação do setor financeiro.

A definição do que seja uma regulamentação adequada, contudo, não é independente daquelas condições estruturais e conjunturais que afetam a formação e alocação da poupança. Onde essas condições favoreceram o desenvolvimento espontâneo dos negócios de longo prazo, a regulamentação pode ater-se somente ao objetivo de controle do risco. Onde tais condições não se verificaram, a regulamentação do setor financeiro deve, preferencialmente, inscrever-se numa política financeira mais ampla, voltada para a implantação de mecanismos de financiamento a longo prazo - seja através de incentivos à demanda por ativos bancários ou não-bancários

desta natureza, da criação de mecanismos de poupança compulsória, da atuação direta do Estado no financiamento ou por qualquer outro meio.

3. SISTEMA FINANCEIRO E MODELO DE FINANCIAMENTO NO BRASIL: DAS REFORMAS DE 1964-67 À DÉCADA DE 80

3.1 O modelo de financiamento concebido nas reformas de 1964-67

As reformas de 1964-67 tiveram por objetivo explícito complementar o sistema financeiro brasileiro (SFB), constituindo instituições, instrumentos financeiros e regras de operação capazes de desenvolver o segmento *privado* de longo prazo e sustentar o processo de industrialização de forma não inflacionária. A carência dessas condições tinha ficado patente no último ciclo de investimentos ocorrido no Brasil, por ocasião do "Plano de Metas" do Governo Juscelino Kubitschek (1956-61), cujo financiamento teve como fontes predominantes a emissão de moeda e, em menor escala, o capital externo, na forma de empréstimos bancários e investimentos diretos.

Além de deixar o financiamento de investimentos a cargo de instituições públicas, "capitalizadas" com recursos orçamentários, muitas vezes oriundos da emissão de moeda, o baixo grau de desenvolvimento e diversificação do SFB à época tornava a emissão uma fonte de financiamento inflacionária, na medida em que os recursos novos criados pelo governo não retornavam ao sistema sob a forma de poupança financeira, mas sim de depósitos a vista. Como observa Studart (op.

QUADRO 1

O SFB após as Reformas de 1964-67

Tipo de Instituição	Área de Atuação
Conselho Monetário Nacional (CMN)	criado em 1964, em substituição à Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), com funções normativa e reguladora do sistema financeiro.
Banco Central do Brasil	criado em 1964, como executor das políticas monetária e financeira do governo.
Banco do Brasil (BB)	banco comercial e agente financeiro do governo, especialmente em linhas de crédito para exportações e agricultura.
Banco Nacional de Desenv. Econômico e Social (BNDES)	criado em 1952; atuava no financiamento seletivo de longo prazo para a indústria e infra-estrutura.
Bancos de Desenv. (BD) regionais e estaduais	atuação semelhante à do BNDES, mas em âmbito regional/estadual.
Bancos Comerciais (BCO)	segmento de curto e médio prazo do mercado de crédito.
Bancos de Investimento (BI)	segmento privado de crédito a longo prazo e mercado primário de ações (operações de <i>underwriting</i>).
Soc. de crédito, financ. e invest. (Financeiras-SCFI)	financiamento direto ao consumidor (de curto e médio prazo).
Sistema Financeiro da Habitação (SFH)	criado em 1964, tendo o Banco Nacional da Habitação (BNH), como instituição central, e composto ainda pela Caixa Econômica Federal (CEF), caixas econômicas estaduais (CEE), sociedades de crédito imobiliário (SCI), e associações de poupança e empréstimo (APE).
Corretoras / distribuidoras de Valores (CDV)	atuando nos mercados primário e secundário de ações.

cit: 85-86), o viés inflacionário do modelo de financiamento vigente no Brasil era ainda reforçado pela importância do auto-financiamento: na ausência de mecanismos de financiamento a longo prazo, as firmas recorriam, freqüentemente, à inflação para obter fundos próprios – seja para sustentar, diretamente, seus investimentos, seja para saldar as dívidas de curto prazo assumidas para financiá-los.

A estrutura financeira criada pelas reformas é apresentada no Quadro 1⁴. Na nova estrutura, a tarefa de prover ou intermediar recursos para a indústria e o setor de infra-estrutura foi atribuída a quatro tipos de instituições: BNDE, bancos de desenvolvimento (BD) regionais, bancos de investimento (BI) e as corretoras/distribuidoras de valores (CDV). Os dois primeiros atuavam através de empréstimos de longo prazo, a custos subsidiados; os BI, através de empréstimos a longo prazo e do mercado de capitais, adquirindo diretamente ou intermediando a colocação de títulos das empresas no mercado primário de ações e debêntures; as CDV atuavam como instituições de apoio ao processo de financiamento direto, criando mercado secundário para os títulos emitidos.

Embora mantivessem um papel importante a ser cumprido pelos bancos públicos, as reformas financeiras de 1964-67 tentaram instituir no Brasil um “braço privado” do tipo *capital market based system*, segmentado, à semelhança do modelo americano. Para viabilizar este modelo, era necessário estabelecer regras claras de funcionamento do mercado de capitais e dotar as instituições financeiras, bem como as empresas interessadas no financiamento direto, de condições de acesso a recursos de longo prazo. As regras de funcionamento do mercado foram estabelecidas numa série de leis e Resoluções do BACEN, que se estenderam por toda a segunda metade da década de 1960. Quanto à captação

a longo prazo, o diagnóstico da equipe que comandou a reforma financeira⁵ era de que tanto a geração, quanto a alocação de poupança no Brasil, eram prejudicadas pelo baixo retorno real oferecido pelos ativos de longo prazo, em um contexto de inflação crescente e juros nominais limitados pela Lei da Usura (que estabelecia um teto de juros de 12% ao ano)⁶.

O problema inflacionário foi enfrentado (sem sucesso) com a implementação do PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo) – um plano de estabilização baseado na combinação de restrição fiscal, monetária e salarial (SIMONSEN, 1970: 23-56). Os mecanismos criados para incentivar a captação a longo prazo foram diferenciados por segmento de mercado. Para as instituições de crédito, foi autorizada a emissão de passivos com correção monetária, estendendo-se para o setor privado uma condição já vigente para os títulos públicos desde julho de 1964. Para o mercado de capitais, as medidas de incentivo criadas foram, basicamente, fiscais, envolvendo reduções ou isenções de imposto de renda para as “sociedades de capital aberto”, regulamentadas em 1966, e os detentores de ações e debêntures⁷.

Um aspecto importante das reformas de 1964-67 foi a ampliação do grau de abertura da economia ao capital externo – de risco e, principalmente, de empréstimo – visando a ampliar a concorrência e eficiência do SFB. Além disso, o diagnóstico das autoridades, à época – que se mostrou francamente equivocado logo nos primeiros anos da reforma⁸ – era de que o país padecia de uma carência estrutural de poupança interna, de modo que, mesmo com a reorganização do sistema financeiro doméstico, a oferta de fundos teria que ser suplementada por recursos externos.

3.2 Estrutura e operação do SFB após a reforma

Diversos indicadores atestam o êxito das reformas financeiras da década de 60 no sentido de expandir e diversificar o SFB (Tabelas 1 e 2): i) o número de instituições financeiras em operação no país elevou-se rápida e acentuadamente, sendo este aumento acompanhado de um movimento de diversificação estrutural do setor; ii) o volume de empréstimos ao setor privado cresceu rápida e continuamente como proporção do PIB, evidenciando o aumento do grau de intermediação financeira da economia; iii) a participação dos bancos comerciais (inclusive Banco do Brasil) nos empréstimos concedidos cai acentuadamente, sendo estes substituídos por instituições não-bancárias – o que sugere algum avanço no desenvolvimento de instrumentos de captação e aplicação de recursos a prazos mais longos.

Além dessas mudanças estruturais, o extraordinário crescimento não inflacionário da economia brasileira no período do “milagre econômico” (1968-73) – Tabela 3 – e a fase de aprofundamento do processo de substituição de importações, promovida com sucesso pelo II PND do Governo Geisel (1974-79) pareciam confirmar a eficácia do modelo de financiamento criado nos anos 60. Afinal, tal performance, certamente, não teria sido possível na vigência das antigas condições de financiamento.

Quanto ao *modo de operação*, no entanto, o SFB pouco se aproximou do modelo idealizado nas reformas de 1964-67: i) o mercado de capitais não logrou tornar-se uma alternativa importante de financiamento de investimentos: até fins da década de 80, as emissões primárias de ações e debêntures foram, em média, inferiores a 2,5% do investimento agregado (Tabela 4); ii) os BI não se tornaram provedores diretos ou intermediários de fundos a longo prazo, mas sim de capital de

giro, concorrendo no mesmo segmento de mercado “reservado” aos bancos comerciais e financeiras; iii) a diversificação estrutural, refletida na variedade de tipos de instituições financeiras, não correspondeu, na prática, à segmentação de mercado pretendida, dando lugar a uma estrutura de mercado ainda mais concentrada (em bancos) que a existente antes das reformas; iv) instrumentos de longo prazo não se tornaram uma forma de captação importante para as instituições privadas, cujos passivos, já em fins da década de 60, se concentravam em prazos inferiores a um ano.

Portanto, nem o “milagre econômico”, nem o II PND tiveram como fontes principais de financiamento o mercado de capitais ou bancos privados nacionais, mas sim o endividamento externo, créditos públicos e recursos próprios gerados por “mark ups” crescentes. No período 1968-73, o financiamento foi facilitado pelo fato de que, até 1970, o crescimento acelerado da economia se deu pela ocupação da ampla capacidade ociosa gerada durante a recessão de 1962-67. Nessas condições, os requisitos financeiros da recuperação econômica consistiram, essencialmente, de capital de giro e crédito ao consumidor – operações de curto e médio prazo, que foram atendidas pelos bancos comerciais, financeiras, BI e bancos estrangeiros. No período 1974-79, cujas demandas financeiras eram de longo prazo, a precariedade das condições de financiamento de investimentos no Brasil tornou-se flagrante. A solução encontrada pelo governo foi o incentivo ao endividamento externo das empresas privadas (via legislação e política de juros altos) e públicas (via contenção de tarifas, além dos dois outros recursos) e a expansão do crédito público. Entre os períodos 1968-73 e 1974-80, a participação do BNDE no ativo total das IF “encarregadas” do financiamento de investimentos no Brasil é mais que duplicada, enquanto a dos BI cresce apenas moderadamente (Tabela 5.B).

Outro flagrante desvio do SFB em relação às reformas da década de 60 diz respeito à organização do mercado, que jamais se aproximou do modelo competitivo. O elevado grau de concentração do setor financeiro à época, sob a hegemonia dos bancos comerciais, dificultou o surgimento de instituições não-bancárias independentes. Grande parte das instituições surgidas nesse período foi aberta pelos bancos comerciais já existentes ou foi, mais tarde, incorporada a eles (TAVARES, op. cit.: 227-228). Além disso, como mostra Studart (op. cit.: 122-123), a própria gestão da política financeira após as reformas, marcada por sucessivas flexibilizações na legislação, contribuiu para a concentração bancária, fortalecendo, especialmente, os BI. A fonte básica de financiamento desses bancos seria a emissão de títulos de prazo superior a um ano, com correção monetária, no mercado interno, e junto a bancos estrangeiros (Resolução 63 do Bacen). Mas, como as emissões domésticas se mostraram difíceis, as autoridades monetárias acabaram cedendo às pressões dos BI para que pudessem emitir títulos mais curtos e pré-fixados.

Ao encurtamento do prazo médio do passivo dos BI, correspondeu, naturalmente, igual tendência do lado do ativo. Esses bancos passaram, então, a atuar no mesmo segmento de mercado das financeiras (de curto e médio prazo), desfrutando de iguais condições de captação no mercado interno, mas contando ainda com a vantagem da captação externa (mais barata que a doméstica). Somente os bancos comerciais, que também tinham acesso aos recursos da Resolução 63, além da exclusividade de captação de depósitos a vista, estavam em condições de concorrer com os BI. Assim, o movimento de concentração bancária que se seguiu às reformas de 1964-67 deu lugar à formação de *glomerados financeiros* que reuniam, sob o comando de um banco comercial ou de investimento, os diversos tipos de novas instituições regulamentadas⁹.

Na raiz do fracasso das reformas de 1964-67 em consolidar um segmento privado de financiamento a longo prazo no Brasil pode-se identificar quatro fatores fundamentais: i) um erro de diagnóstico do problema financeiro de economias em desenvolvimento; ii) uma legislação de incentivo inadequada; iii) erros de gestão da política financeira, marcada por avanços e recuos ao longo das décadas de 60 e 70; iv) persistência do ambiente de inflação crônica, o que caracteriza um erro de gestão macroeconômica e financeira, face ao (já indiscutível) papel da correção monetária – a grande inovação e “menina dos olhos” das reformas – na sustentação desse ambiente.

O diagnóstico que inspirou as reformas partiu de uma abordagem setorial e microeconômica do problema financeiro, que priorizava o aspecto pecuniário (e de curto prazo) da questão: a taxa *real* de retorno dos ativos. Essa abordagem determinou a linha central do modelo de financiamento proposto: a ênfase nos mecanismos de mercado e em medidas de incremento *imediato* dos retornos dos ativos, através da correção monetária, para os ativos de renda fixa, e de incentivos fiscais, para os títulos de renda variável.

O desenvolvimento de mercados financeiros privados para ativos de longo prazo, como vimos, exige a observância de algumas condições *estruturais* básicas que, em regra, não estão presentes em economias com o grau de desenvolvimento da brasileira dos anos 60-70. Como mostrou Zysman (op. cit.), nos países avançados de industrialização tardia, a superação desse estágio de insuficiente desenvolvimento financeiro, que permitiu alavancar o investimento e a transformação estrutural da economia, se deu pela constituição de sistemas de crédito público. Outro caminho teoricamente possível – caso se privilegie a via do financiamento direto – seria o Estado assumir a posição de investidor institucional no mercado de capitais, permitindo, assim, uma eleva-

ção rápida e permanente do volume de negócios nos segmentos primário e secundário e evitando a predominância de negócios puramente especulativos¹⁰.

Como vimos, o caminho seguido pelo Brasil foi outro: delegou-se a tarefa de expandir os negócios de longo prazo ao próprio mercado financeiro – que, face ao seu baixo grau de desenvolvimento à época, era uma instituição mais teórica que real. Feita essa escolha, os instrumentos de política financeira do período foram os incentivos pecuniários, que premiavam indistintamente as aplicações a curto e longo prazo – afinal, o *benefício por unidade de tempo*, decorrente da correção monetária ou do abatimento de impostos, era o mesmo para as aplicações curtas e longas. Assim, não havia, na prática, qualquer vantagem especial nas aplicações longas.

Além disso, o incentivo da correção monetária mostrou-se rapidamente inadequado. A indexação retro-ativa só atua como mecanismo eficiente de proteção da renda real sob taxas de inflação moderadas e estáveis, que asseguram a capacidade de cálculo prospectivo e permitem a espera pelo crédito da correção sem perdas significativas de rendimento. Este, porém, não foi o perfil da inflação brasileira nos anos que se seguiram às reformas, especialmente, a partir de 1974. Na presença de taxas de inflação voláteis, os títulos pós-fixados interessavam aos poupadores, mas não às instituições financeiras, que teriam seus passivos comprometidos com obrigações de custo variável e pouco previsível. A correção monetária pré-fixada, que chegou a vigorar para alguns ativos por determinados períodos (LEMGRUBER, op. cit.: 38-41), também não foi capaz de incentivar o alongamento dos prazos das aplicações, porque embutia o risco de perda de renda real para o aplicador, caso a inflação efetiva superasse aquele limite – o que, aliás, não foi incomum no Brasil.

No mercado acionário, os incentivos fiscais produziram um “boom” de operações especulativas, orientadas pelas vantagens pecuniárias de curto prazo (e não por análises prospectivas), culminando no colapso da Bolsa de Valores em fins de 1971 e no esvaziamento do mercado por duas décadas. A relação entre os volumes negociados nos segmentos secundário e primário elevou-se rapidamente (Tabela 4), evidenciando o caráter especulativo que dominou o mercado neste período. A edição da Lei das Sociedades Anônimas (S.A.) e a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 1976, foram tentativas de reorganizar e dar novo impulso ao mercado de capitais no Brasil. A Lei das S.A. estabeleceu diversas regras de operação para as companhias de capital aberto, visando a dar maior transparência, melhores condições de fiscalização (a cargo CVM) e maior segurança ao mercado. Mas, diante do forte abalo da confiança provocado pelo “crash” de 1971 e das demais condições desfavoráveis a aplicações a longo prazo, ela não foi capaz de recuperar o mercado acionário a ponto de torná-lo uma importante fonte de financiamento de investimentos no Brasil.

Em suma, as reformas da década de 1960 foram capazes de expandir e diversificar as operações financeiras no Brasil, mas, sob condições institucionais e conjunturais inadequadas, somente os negócios de curto prazo foram impulsionados.

3.3 Operação do SFB na década de 80

O fortalecimento e capitalização dos bancos privados ao longo da década de 70 não resultou, como se poderia esperar, no desenvolvimento de um *sistema de crédito privado* no Brasil, em substituição ao mal sucedi-

do modelo de mercado de capitais. Além das razões já apontadas, os entraves às operações de longo foram dramaticamente acentuados nos anos 80, diante da aceleração inflacionária, de diversas tentativas frustradas de estabilização e do quadro de profundo desequilíbrio macroeconômico do período, formado por: i) rígida restrição externa, provocada por dois choques do petróleo (em 1973 e 1979) e pelo aumento dos juros americanos entre 1979-82, quando o Brasil já exibia elevado grau de endividamento em dólares; ii) agudo processo de deterioração financeira do setor público, fruto, em grande parte, do contexto inflacionário e da restrição externa – a maior parcela da dívida externa brasileira contraída nos anos 70 o foi diretamente pelas empresas estatais ou mediante aval do Tesouro Nacional.

Essas condições determinaram um comportamento errático da atividade econômica e um cenário extremamente desfavorável aos investimentos e ao endividamento. O auto-financiamento tornou-se, então, a forma predominante (e mais segura) de geração de recursos para as empresas, retraindo fortemente as oportunidades de intermediação pelo sistema financeiro¹¹. Esse quadro explica traços importantes do modo de operação das instituições financeiras ao longo da década de 80, como: i) o aumento da participação dos títulos públicos (todos de curto prazo) no ativo; ii) o encolhimento relativo das operações de crédito; iii) pesados investimentos em informatização dos serviços, visando à redução dos custos operacionais; iv) a diversificação “para fora”, isto é, para o setor não-financeiro – os dois últimos se refletindo no aumento do ativo permanente como proporção do ativo total das instituições em análise (Tabelas 5.A a 5.C). A informatização e a diversificação para fora tornaram-se especialmente importantes na segunda metade da década de 80, como estratégia defensiva dos bancos diante da desintermediação financeira provocada pela crise econômica e da perspectiva de hiperinflação e estran-

gulamento financeiro do setor público, sempre presente nas expectativas empresariais desse período (IESP/FUNDAP, 1988 e 1993).

Assim, a partir de meados dos anos 80, os conglomerados financeiros constituídos na década anterior dão lugar à formação de grandes “grupos econômicos”, sob a liderança dos mesmos bancos que, até então, encabeçavam esses conglomerados. A figura jurídica do grupo econômico havia sido regulamentada pela Lei das S.A., em 1976, que facilitou, do ponto de vista contábil e fiscal, as operações de transferência de recursos entre empresas de mesmo controle acionário. Como, no Brasil, não havia – e não há até hoje – restrições ao controle acionário de empresas não-financeiras por instituições financeiras, a Lei das S.A. acabou por ter um efeito indireto sobre o segmento bancário do SFB, propiciando a formação de grupos financeiros, com ramificações em outros setores de atividade. A Tabela 7 lista algumas das maiores empresas financeiras em operação no país (em dezembro de 1997) e suas respectivas áreas de atuação; é interessante notar que a atuação no setor não-financeiro é uma característica exclusiva das empresas *nacionais* que operam no Brasil, sendo esta atuação mais diversificada nas empresas de capital privado.

As relações de propriedade entre grandes bancos e empresas não-financeiras contribuíram para engordar as estatísticas e a prática de auto-financiamento no Brasil¹², reforçando, por conseguinte, a tendência à desintermediação financeira. Assim, no Brasil, ao contrário do observado em sistemas financeiros mais desenvolvidos, a desintermediação não teve como contrapartida a expansão do mercado de capitais, mas sim do auto-financiamento.

Até o final da década de 80, o modelo de financiamento brasileiro não se assemelhou a qualquer dos

sistemas *privados* conhecidos. Ao longo desse período, o Estado manteve-se como o único ofertante doméstico de crédito a longo prazo para a indústria e o setor de infra-estrutura – através, principalmente, do BNDES¹³ e de fontes orçamentárias, menos convencionais¹⁴. Ainda assim, não parece apropriado definir o SFB dos anos 70 e 80 como um *sistema de crédito público*, face à falta de planejamento para tal e à importância relativa que o financiamento externo e o auto-financiamento sempre mantiveram no Brasil. Embora significativa sob a ótica de uma política de desenvolvimento econômico, do ponto de vista quantitativo a participação dos créditos do BNDES na formação bruta de capital fixo no país foi relativamente modesta: segundo estimativas do próprio banco, no período do II PND, que representa o auge da atuação do BNDES no financiamento industrial, esta participação atingiu apenas 8,7% (MONTEIRO, 1995: 155).

Um avanço importante que deve ser destacado na área do crédito público, em comparação com o modelo de financiamento existente antes das reformas financeiras da década de 60, foi a dotação de fontes de captação não-monetárias e não-orçamentárias para o BNDES. Gradativamente, o Banco ganha autonomia na gestão de sua política financeira, que passa a ser financiada por diversos fundos especiais e mecanismos de poupança compulsória (PROCHNIK, 1995).

4. O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO NA DÉCADA DE 90

4.1. Novo quadro institucional: a reforma bancária de 1988

Em 1988, uma reforma do sistema bancário, instituída pela Resolução 1524 do Bacen, autorizou a formação de “bancos universais” no Brasil – aqui denominados “bancos múltiplos” (BM). Pelas novas regras, bancos comerciais e BI foram autorizados a constituir, entre si ou com financeiras e APE's, uma pessoa jurídica única, formando um BM. Outra mudança importante trazida pela nova lei foi a extinção da carta-patente, instrumento burocrático através do qual o governo federal autorizava o funcionamento de novas instituições financeiras. A partir de 1988, com a extinção desse instrumento, a abertura de novas instituições financeiras passa a ser regida por um critério técnico, de capitalização da empresa, conferindo maior segurança e credibilidade ao sistema.

Face ao modo efetivo de operação do SFB à época, a reforma de 1988 significou apenas a rendição da institucionalidade à realidade do sistema bancário brasileiro que, na prática, já operava como BM. Prova disso, foi a rapidez com que este tipo de instituição se organizou e cresceu no SFB: logo no primeiro ano de vigência das novas regras (1989), 113 BM foram constituídos e sua participação nos empréstimos totais do SFB elevou-se também rapidamente (Tabelas 1 e 2). Entre as instituições enfatizadas neste trabalho, os BM mantêm, desde a sua criação, a liderança em participação no ativo, passando de 48% (em média) no período 1988-90 para 77% em 1996-97 (Tabelas 5.a a 5.c).

Do ponto de vista organizacional, a reforma de 1988 significou um rompimento radical com o modelo de sistema financeiro idealizado nos anos 60 e uma aproximação com o sistema do tipo alemão, baseado nos grandes "bancos universais" e no crédito bancário privado. A classificação do SFB dos anos 90 nesta categoria, contudo, seria precipitada, já que sua viabilidade, tal como a de qualquer outro modelo, não depende apenas da criação de um quadro institucional compatível, mas também do equacionamento da questão da captação a longo prazo. Indicadores recentes do mercado financeiro sugerem que a precariedade da economia brasileira nessa matéria ainda atua como limite à constituição de um sólido segmento de longo prazo no SFB, seja sob a liderança do mercado de capitais ou do crédito bancário privado. Essa questão é tratada a seguir.

4.2 O novo cenário macroeconômico e seus reflexos no SFB: 1990-97

A primeira metade dos anos 90 trouxe mudanças importantes para o Brasil. O início da década marca o retorno dos capitais voluntários para a América Latina, encerrando o longo período de afastamento iniciado em 1982, com a "crise da dívida" que atingiu as principais economias da região¹⁵. Esse movimento foi viabilizado, de um lado, pela implementação do Plano Brady, de renegociação e securitização das dívidas latino-americanas e, de outro, por um contexto financeiro internacional bastante favorável, marcado por ampla liquidez e juros em queda nos principais pólos exportadores de capital (Estados Unidos e Europa).

No Brasil, a restrição externa começa a ser atenuada em 1992, com a assinatura de novo acordo com os

credores da dívida brasileira (após diversas tentativas mal sucedidas), nos moldes do Plano Brady. Esse acordo, aliado à aprovação do *impeachment* do Presidente Fernando Collor de Mello, pondo fim ao impasse político e econômico em que se viu o país durante quase todo o ano, e à adoção de uma política macroeconômica de cunho ortodoxo, contribuiu para recobrar a confiança e o interesse dos investidores estrangeiros no país. A combinação de aumento de impostos e contingenciamento de despesas permitiu uma redução substancial do déficit público na primeira metade da década de 90 (Tabela 3). Além disso, adotou-se uma política de minidesvalorizações diárias da taxa de câmbio, de modo a mantê-la estável em termos reais, e uma política monetária restritiva, com clara orientação de manter os juros reais domésticos superiores aos internacionais.

Um novo acordo da dívida em abril de 1994 – também no âmbito do Plano Brady – e a estabilização de preços, obtida a partir de julho do mesmo ano, com a implementação de um plano de "âncora cambial" (Plano Real), deram novo impulso à captação externa brasileira. A ampliação do grau de abertura financeira do país, promovida por mudanças na regulamentação dos investimentos estrangeiros, implementadas a partir de 1987¹⁶, foi também crucial para a reconstituição de um quadro propício ao movimento de capital, cujo fluxo para o Brasil cresce ininterruptamente desde o início desta década (Tabela 8).

De um modo geral, as novas condições de operação da economia brasileira na década de 90 têm sido benéficas à atividade financeira, tanto em termos de captação, quanto de oportunidades de aplicação: i) o acesso a recursos externos (de custos mais baixos que os domésticos) foi recuperado; ii) a atividade econômica foi retomada e a taxa de investimento iniciou tímida recuperação a partir de 1993 (Tabela 3); iv) a demanda de crédito foi

reanimada a partir da recuperação econômica e, principalmente, da estabilização de preços; v) o segmento primário do mercado de capitais foi estimulado, elevando a relação "emissões primárias/investimento" e reduzindo o peso das operações puramente especulativas do mercado secundário (Tabela 4).

4.2.1 Mudanças no modo de operação do sistema bancário

Os reflexos do novo contexto macroeconômico e institucional no modo de operação do sistema bancário brasileiro pode ser visualizado nas mudanças em sua **estrutura ativa e passiva** ao longo da década de 90. Nos **BM (que concentram mais de 70% do ativo total do grupo de instituições em análise, na média dos anos 90)** as principais alterações observadas na composição do ativo até meados de 1997¹⁷ (Tabela 5.c) foram: i) redução da participação dos títulos públicos; ii) aumento do peso relativo das operações de crédito; iii) aumento relativo das operações externas (haveres externos e operações cambiais). Na estrutura passiva dos BM (Tabela 6.c), as principais mudanças foram o aumento da participação relativa dos depósitos a prazo, obrigações externas e operações cambiais. Vale notar que todas essas mudanças foram mais intensas nos **BM privados**, o que, provavelmente, reflete o menor grau de autonomia e flexibilidade dos bancos públicos em comparação aos privados.

Os bancos comerciais (BCO), os BI e o BNDES apresentam diferenças comportamentais importantes em relação aos BM. Nos BCO (7% do ativo total do grupo em análise - Tabela 5.a), a única mudança significativa da estrutura ativa foi o aumento da participação das operações externas - também comandada pelos BCO privados. A redução do peso relativo dos títulos públicos é muito modesta e as operações de crédito, ao contrário do observado nos BM, *perdem* participação no ativo dos BCO

(privados e públicos). Esses números sugerem que este segmento bancário vem se especializando na intermediação de recursos externos. Tal hipótese é reforçada pela análise da composição do passivo dos BCO (Tabela 6.A), na qual os únicos itens que apresentam alterações significativas são, também, os vinculados ao setor externo.

Os BI (3% do ativo total do grupo em análise) mostram alterações semelhantes às dos BCO no que diz respeito à composição do ativo (Tabela 5.b): i) o peso relativo dos títulos públicos não mostra tendência clara de redução (reduz-se até 1994 mas volta a subir em 1995-97); ii) as operações de crédito perdem participação; iii) os únicos itens que sofrem alteração significativa são os vinculados ao setor externo. Quanto ao passivo (Tabela 6.B), a mudança estrutural mais notável é, também, o aumento do peso relativo das operações externas. Com menor intensidade, elevam-se as participações dos recursos próprios e dos depósitos a prazo.

O BNDES (15% do ativo do grupo em análise), como banco público de fomento, tem seu modo de operação determinado mais diretamente pelos objetivos da política econômica e financeira que pelas condições de mercado. Isto explica que as mudanças em sua estrutura ativa e passiva tenham mostrado tendências distintas das observadas nos demais bancos, especialmente dos BM, potenciais concorrentes do BNDES no mercado de crédito de longo prazo. Os únicos itens do ativo que mostram alterações significativas no período são os títulos privados e o ativo permanente (Tabela 5.b). As operações de crédito do BNDES sofrem clara retração relativa no período 1989-94, recuperando-se a partir de 1995, mas sem voltar aos níveis (mais altos) da década de 80.

Vale notar que essa retração não é uma característica dos anos 90, mas uma tendência de longo prazo,

nítida e acentuada desde o início da década de 80. Combinada às demais alterações na composição do ativo, essa tendência poderia indicar apenas uma mudança na estratégia de operação do banco, no sentido da desintermediação – traduzida, neste caso, pela substituição de empréstimos tradicionais por operações de securitização (refletida no aumento do peso relativo dos títulos privados) e pela aquisição de participações acionárias (refletida no aumento do peso relativo do ativo permanente). Contudo, como o peso do BNDES no ativo total das instituições capazes de financiar investimentos reduziu-se sensivelmente na década de 90 – da média de 24,8% em 1974-88 para 15,2% em 1989-97 – as alterações em sua estrutura ativa indicam também uma efetiva redução da contribuição do banco ao financiamento de investimentos no país.

A menor atuação do BNDES no financiamento da formação de capital no Brasil reflete a já mencionada mudança de postura do governo brasileiro na economia, que, desde o início da década de 90, tem se pautado pela defesa do modelo de “Estado mínimo”. Tal postura se reflete também na estrutura passiva do BNDES (Tabela 6.B), que mostra contínua redução relativa das “obrigações com o poder público” entre as fontes de financiamento do banco. Essa perda de recursos fiscais não foi compensada por outras fontes – nem mesmo por obrigações externas, que expandiram sua participação no passivo de todas as demais instituições em análise – mas por recursos próprios, que passam de 18,5% em 1987-88 para 27,4% em 1995-97, tendo alcançado 33,9% em 1993-94.

A crescente importância do auto-financiamento para o BNDES, provavelmente, explica boa parte da retração de sua atuação no financiamento de investimentos, bem como da mudança de estratégia de operação acima mencionada. À medida em que o acesso a recursos de terceiros é dificultado – seja em decorrência da escassez des-

ses recursos e/ou da opção do banco por uma administração mais conservadora –, a capacidade de expansão dos empréstimos, bem como a rentabilidade do banco, ficam comprometidas¹⁸. Nessas condições, são favorecidas as operações securitizadas, que, além de representarem uma alternativa de negócios, têm a vantagem de não comprometer o capital próprio do banco – exceto por pouco tempo, em operações descasadas – e oferecer maior flexibilidade e liquidez que os empréstimos convencionais¹⁹.

Esse mesmo processo, possivelmente, esteve por trás da redução do peso relativo das operações de crédito no ativo dos BI, que operam com níveis relativos de recursos próprios semelhantes aos do BNDES (na casa dos 30%). A título de comparação, vale notar que o peso deste ítem nas fontes de financiamento dos BI e do BNDES ao longo da década de 90 é, praticamente, o dobro do observado nos BM (Tabela 6.c) – único segmento do sistema bancário que expandiu o peso das operações de crédito de forma significativa. Além disso, os BM vêm ampliando sua participação no ativo total do grupo de bancos em análise, o que indica que este aumento relativo das operações de crédito significa, também, um aumento de sua fatia de mercado, em detrimento das demais instituições. O maior grau de alavancagem desses bancos, certamente, é uma das razões deste resultado.

Ainda a respeito do crédito, vale notar que, até 1997, sua recuperação foi comandada por operações de curto prazo. Os únicos setores que ganham participação nos empréstimos totais são as pessoas físicas e o comércio (Tabela 9), cujas operações se concentram em prazos inferiores a um ano. Os setores que, tipicamente, demandam financiamento a longo prazo – indústria e habitação – apenas mantiveram sua participação no total dos empréstimos. Outra indicação (e razão) da ainda fraca vocação do sistema bancário brasileiro ao crédito de longo

prazo emerge de sua estrutura passiva. Chama atenção a semelhança entre os BM e os BCO quanto à participação relativa dos depósitos a prazo: nos BM, cuja regulamentação e estrutura interna diversificada permitem a atuação no segmento de longo prazo, os depósitos a prazo têm participação média de 21,2% no período 1992-97, enquanto nos BCO que, tipicamente, atuam no segmento de curto prazo, este item representa 20,7% (entre 1993-97). Além disso, o forte aumento das obrigações externas na composição do passivo das instituições analisadas se deu, *exclusivamente*, por conta das captações de curto prazo; as de longo prazo perdem participação em todas as instituições (Tabelas 6.a a 6.c).

4.2.2 Fundos de investimento, fundos de pensão e o mercado de capitais

Uma tendência recente, que não é captada nos balanços patrimoniais dos bancos é o crescimento da indústria de fundos mútuos de investimento, regulamentados no Brasil no início da década de 90. Nessa época, esses fundos cumpriam, basicamente, a função de preservar o poder de compra da moeda, em meio ao ambiente de alta inflação. Assim, eram aplicações de curtíssimo prazo, que, na prática, não se diferenciavam muito dos depósitos a vista. Em julho de 1995, o CMN determinou uma série de alterações na regulamentação do setor, desincentivando os fundos de curto prazo com elevados recolhimentos compulsórios e estimulando os de prazos mais longos (com recolhimentos baixos ou nulos). Nessa ocasião, foram criados os Fundos de Investimento Financeiro (FIF), de renda fixa, hoje existentes, com prazos mínimos de retenção de 30, 60 ou 90 dias (FIF 30, FIF 60 e FIF 90) e o FIF Curto Prazo.

A Tabela 10 mostra um panorama dos fundos mútuos de investimento no Brasil. Em dezembro de 1997, o setor detinha um patrimônio líquido de R\$ 141,9 bilhões (cerca de 16% do PIB do ano), sendo sua maior parte (66,6 %) concentrada no FIF 60. Essa concentração indica algum avanço na captação a longo prazo no Brasil, se comparada à situação vigente antes das mudanças de 1995. Outra indicação neste sentido é a expansão recente dos fundos de ações que, em meados de 1996, representavam 3,0% do mercado (BACEN, 1996) e, em 1997 passaram a 11,0%. Por outro lado, dois fatores sugerem que este avanço ainda se dá em ritmo lento: i) o baixo peso relativo do FIF 90, que representa apenas 2,0% do patrimônio total do setor, embora, assim como o FIF 60, seja isento de recolhimento compulsório; ii) a composição da carteira dos fundos mais longos, ainda fortemente concentrada em títulos federais e operações compromissadas (ambos de curto prazo).

Em suma, a análise do período 1990-97 mostra sinais de persistência do perfil "curto-prazista" da poupança brasileira e, portanto, do quadro de dificuldades de captação a longo prazo que sempre caracterizou o SFB.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E PERSPECTIVAS DE FORMAÇÃO DE UM NOVO MODELO DE FINANCIAMENTO NO BRASIL

O SFB compõe-se hoje de todos os tipos de instituições financeiras listadas no Quadro 1, excluindo o BNH – que foi extinto em 1986, tendo suas funções incorporadas à CEF – e incluindo, a partir de 1988, os BM. Do ponto de vista de sua conformação estrutural, o SFB pode ser, hoje, classificado como um sistema predominantemente bancário. As instituições cujo modo típico de

operação é a concessão de crédito concentram 95% do ativo do setor (Tabela 11).

Apesar dessa estrutura, pelas razões já comentadas, o SFB está longe de caracterizar-se como um modelo de crédito privado. As perspectivas neste sentido ou na direção de um sistema de mercado de capitais são condicionadas, hoje, por três fatores fundamentais: i) a longa história de dificuldades de captação a longo prazo, que ainda atua como um entrave à formação de um ambiente (de confiança) propício a este tipo de aplicação; ii) a crescente abertura do mercado financeiro brasileiro ao capital externo, inclusive à entrada de bancos estrangeiros; iii) o gradual processo de desregulamentação por que vem passando o sistema financeiro internacional, caracterizado, basicamente, pela eliminação de barreiras à atuação dos bancos no mercado de capitais (doméstico e externo), estimulando, assim, a securitização – isto é, à substituição das operações de crédito tradicionais pela aquisição ou intermediação de títulos renegociáveis em mercados secundários.

A tendência à desregulamentação e abertura financeira se estendeu aos países em desenvolvimento a partir de meados dos anos 80 e ao Brasil em fins da mesma década. Esse processo vem produzindo um extraordinário aumento do grau de mobilidade internacional do capital, tanto no sentido "vertical" – da frequência e volume dos capitais envolvidos – quanto "horizontal" – pela ampliação do número de países que passam a integrar o mercado financeiro internacional. O lado positivo desse movimento é que ele amplia o acesso dos mercados liberalizados a recursos novos (externos, no caso), favorecendo, supostamente, as condições de financiamento de investimentos e a atividade produtiva em geral. O lado negativo é que os mercados recém-ampliados tornam-se, também, mais vulneráveis às eventuais mudanças de rota do capital global, tornando-se potencialmente mais voláteis e sujei-

tos à fragilização financeira. Esse risco, naturalmente, desfavorece o financiamento a longo prazo e, por extensão, os investimentos, questionando a "funcionalidade" dos novos recursos²⁰.

¶ Para economias como a brasileira, cuja experiência e estrutura financeira é predominantemente bancária (e pública), sem tradição em operações de longo prazo e que ainda não desenvolveu satisfatoriamente o mercado de capitais, o risco de fragilização e "desfuncionalidade" tende a ser ampliado. A tendência internacional à securitização aponta o mercado de capitais – "locus" de negociação das *securities* – como a via preferencial de entrada das aplicações financeiras dos países industrializados nas economias emergentes. Face à estreiteza e falta de tradição do mercado brasileiro, especialmente no seu segmento primário – que é o relevante para a geração de recursos novos –, o país tende a deparar-se, nos primeiros anos da abertura financeira, com três problemas estreitamente relacionados: i) dificuldade de concorrência com economias com mercados de capitais mais robustos; ii) concentração das captações externas no curto prazo (como vimos na seção 4.2), o que, além de não atender a demanda por fundos para investimentos, tende a instabilizar o mercado doméstico de ativos, dificultando ainda mais a atração de poupadores a longo prazo; iii) elevado custo de captação externa, manifesto nos *spreads* de risco exigidos pelos investidores externos²¹.

Assim, a viabilidade do financiamento direto como forma predominante de provisão de recursos a longo prazo no Brasil está ainda condicionada à expansão e reorganização do mercado de capitais local. A questão ainda não equacionada permanece sendo a origem dos recursos necessários para ampliar e sustentar a operação desse mercado em bases relativamente seguras. Diante da falta de experiência dos poupadores individuais locais na aquisição direta de títulos longos, especialmente os de renda

UFRJ/CC.FE Biblioteca Eudênio Gudin

variável, o mercado de capitais no Brasil só poderá ser alavancado pela entrada de investidores institucionais.

O mercado brasileiro conta, atualmente, com três categorias de investidores institucionais: i) fundos mútuos de investimento; ii) fundos estrangeiros, regulamentados no "Anexo IV" da Resolução 1289/87 do CMN, que trata dos investimentos estrangeiros em bolsa; iii) entidades de previdência privada (fundos de pensão), especialmente as fechadas²². Os fundos de investimento, como vimos, detinham um patrimônio total da ordem de 16,0 % do PIB em 1997, mas com uma participação de apenas 2,0% do PIB (R\$ 17,3 bilhões) em títulos de renda variável. Os investimentos estrangeiros via Anexo IV seguiram a tendência geral do investimento externo no país, crescendo a partir de 1992 (Tabela 8). Em junho de 1997 (antes de iniciada a crise asiática), essas aplicações representavam 5,3% do PIB (US\$ 42,7 bilhões, cf. BACEN, 1998: 44). Os fundos (fechados) de pensão detinham uma carteira de ativos de US\$ 77,8 bilhões em 1997 (9,7% do PIB), com cerca de US\$ 25,2 bilhões (3,1% do PIB) em ações e debêntures (Tabela 12.a)²³.

Somados, esses três tipos de investidores institucionais reúnem um patrimônio da ordem de 31% do PIB. Destes, cerca de um terço apenas são direcionados ao mercado de capitais, nos segmentos primário e secundário. Considerando somente as aquisições primárias em 1997 (R\$ 11,4 bilhões, Tabela 4), este percentual equivale a apenas 1,3% do PIB, 6,7% do investimento agregado e 8,5% da poupança interna no mesmo ano²⁴. Aparentemente, portanto, há espaço para crescimento da importância do mercado de capitais na alocação da poupança e no financiamento de investimentos no Brasil. Como os recursos do Anexo IV já vão integralmente para esse mercado, sua perspectiva de expansão, assim como da securitização como modelo de financiamento no Brasil, repousa, basicamente, em duas alternativas: i) expansão

da captação externa nesse segmento; ii) expansão e realocação dos fundos mútuos de investimento e fundos de pensão nessa direção.

A alavancagem do mercado de capitais pela via das captações externas é um caminho arriscado, que deve ser cuidadosamente monitorado, para evitar o risco de excessiva volatilização do mercado e fragilização financeira da economia – as recentes experiências de crise cambial no sudeste asiático (1997) e no Brasil (1998) são ilustrações dramáticas desse risco. Assim, a via externa deve ser vista como complementar à expansão possível com base na poupança doméstica.

Quanto aos fundos de investimento, o aumento de sua participação na formação da demanda por títulos de renda variável parece possível, face à baixa participação atual (12,2% do patrimônio total do setor – Tabela 10). Mas o fato de que, no Brasil, este tipo de aplicação é ainda visto (pelos poupadores) como uma alternativa de curto prazo – talvez por herança do período inflacionário, quando esses fundos surgiram e se popularizaram – não permite esperar para breve um avanço importante neste sentido. Assim, entre as alternativas mencionadas, a mais provável (e saudável), em princípio, seria a via dos fundos de pensão que, em outros países atuam como importantes investidores a longo prazo, em consonância com a longa maturidade de seus passivos.

Tal como os fundos mútuos de investimento, os fundos de pensão tiveram um crescimento vigoroso no Brasil nos últimos anos (Tabela 12.a). Contudo, mantidas as condições atuais, há pouco espaço para que essas entidades aumentem sua atuação no mercado de capitais: os fundos fechados já alocam 43,1% de sua carteira de investimentos em títulos de renda variável (32,4% diretamente e 10,7% através de aplicações em fundos de investimento), estando muito próximos do máximo de 50%

que lhes é permitido alocar nesta modalidade de investimento (Resolução 2.324/96 do Bacen). Assim, a perspectiva de expansão do mercado através dos fundos de pensão passa a depender, fundamentalmente, da ampliação do patrimônio das entidades de previdência privada, tanto as fechadas, quanto as abertas.

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

Além disso, o programa de privatização em curso desde o início da década, e que foi acelerado no primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-98), cria incertezas quanto ao futuro dos fundos de pensão fechados. O patrimônio do setor é extremamente concentrado nas entidades de capital público (Tabela 12.b), cujas contribuições patronais são maiores que as de empresas privadas – de duas vezes a contribuição do empregado, ante 1/1 nas privadas. Assim, é possível que a transferência de estatais ao setor privado, em princípio, reduza o patrimônio total dos fundos de pensão fechados.

Enfim, as condições atuais não permitem esperar, para breve, avanços espontâneos significativos no sentido da formação de um sólido mercado de capitais no Brasil, capaz de sustentar as necessidades de financia-

mento de um novo ciclo de investimentos no país. A análise sugere que um caminho promissor para a expansão deste segmento do SFB é a criação de estímulos à demanda por fundos de previdência privada. Contudo, este esforço será de pouca eficácia enquanto persistir o quadro de lento crescimento da atividade econômica e da renda pessoal no país.

Quanto à via do crédito bancário, como vimos, as instituições privadas nacionais parecem, até o momento, pouco capacitadas para uma atuação importante no segmento de longo prazo – basicamente, em razão do perfil “curto prazista” que ainda caracteriza suas estruturas passivas. Restam as instituições estrangeiras, cuja presença no Brasil vem sendo rapidamente ampliada nos últimos dois anos (ANDIMA, 1998). Os bancos estrangeiros entram no mercado brasileiro com, pelo menos, uma vantagem sobre os nacionais: melhores condições de captação de recursos externos, porque seu *rating* (classificação internacional de risco) é, em geral, melhor que o dos bancos locais. Por essa razão, têm também condições de cobrar taxas finais menores e abocanhar uma fatia importante do mercado de crédito, especialmente no segmento de médio e longo prazo, em que as desvantagens comparativas dos bancos locais são flagrantes. Além disso, a própria inexperiência dos bancos brasileiros nesse segmento – que envolve um processo de avaliação de risco mais técnico e rigoroso que as operações de curta duração – é uma vantagem a mais para as instituições estrangeiras, com tradição em operações de longo prazo.

Assim, a maior abertura do mercado financeiro brasileiro à poupança e bancos externos tende a gerar uma divisão técnica de trabalho, na qual o financiamento a longo prazo caberá, essencialmente, aos bancos estrangeiros. Às instituições nacionais caberá, em princípio, o segmento de crédito de curto prazo e/ou a alternativa de associação com as estrangeiras. Assim, parece inevitável

o aprofundamento do atual processo de fusões e aquisições no mercado bancário brasileiro, dando origem a um novo *round* de concentração do setor, tendo, provavelmente, no topo do mercado alguns grandes bancos estrangeiros. Outra alternativa que se coloca para o sistema bancário brasileiro é a atuação no mercado de corretagem, seguindo o modelo de financiamento desenhado pela tendência internacional recente, baseado na securitização. Mas essa via, na verdade, é um subproduto do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil; como tal, não pode ser criada por iniciativa unilateral dos bancos.

Pelas razões apontadas, mesmo se reconhecendo algumas tendências favoráveis, as condições de formação de um novo modelo de financiamento de investimentos no Brasil, calcado em poupança e instituições privadas nacionais, não estão, ainda, formadas. Consolidando-se o processo de reforma do Estado nos moldes do "Estado mínimo", a participação do crédito público tenderá a se reduzir e a retomada dos investimentos será condicionada, do ponto de vista financeiro, à capacidade de auto-financiamento e captação externa das firmas e instituições financeiras - e, neste segundo caso, o risco de fragilização cambial-financeira pode ser ampliado. Além disso, o capital externo é a variável exógena do modelo, função das avaliações dos investidores potenciais sobre a economia brasileira. Assim, o auto-financiamento e o próprio nível de investimentos serão as variáveis de ajuste das empresas com planos de expansão de sua capacidade produtiva.

A manutenção de um cenário de estabilidade macroeconômica é um requisito necessário, mas insuficiente, à superação da condição de dependência e vulnerabilidade financeira-externa em que ainda se encontra o país. Como mostram a discussão teórica deste texto a experiência internacional, quando o ponto de partida são economias em desenvolvimento, a formação de sis-

temas financeiros "funcionais" dificilmente pode ser alcançada de forma espontânea, sendo necessárias políticas voltadas especificamente para este fim. Assim, não surpreende que a evolução do SFB nos anos 90 revele as preçuriedades apontadas, já que a postura do(s) governo(s) tem sido a de reduzir seu grau de regulação no mercado. A discussão sobre os requisitos de uma política financeira capaz de lidar com as novas condições internas e externas de operação do SFB, de modo a aumentar seu grau de "funcionalidade" é importante e complexa o suficiente para merecer outro texto. Fica, assim, como sugestão de reflexão e possível desenvolvimento deste trabalho.

TABELA 1
NÚMERO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS (IF) EM OPERAÇÃO NO BRASIL
1964-1997 - Anos Selecionados

Período	Bancos							Bcos. de Invest.	Bcos. Fed. de Desenv.	Bcos. Reg. de Desenv.	Finan. cel. ras	Outras IF	Total Geral
	Total	Bcos. Comerciais			Bcos. Múltiplos								
		Total	Priv.	Públ.	Total	Priv.	Públ.						
1964	336	336	312	50	-	-	-	-	2	1	134	26	499
1976	116	116	79	43	-	-	-	39	3	12	135	1.371	1676
1988	106	106	77	34	-	-	-	56	2	13	107	1.501	1785
1989	179	66	39	28	113	108	6	36	2	12	70	1.578	1877
1990	216	50	32	20	166	155	10	23	1	10	51	1.555	1856
1991	225	45	32	15	180	165	14	21	1	8	45	1.588	1888
1992	234	36	32	8	198	176	22	20	1	8	41	1.582	1886
1993	242	36	31	7	206	183	23	17	1	6	40	1.573	1879
1994	242	33	29	6	209	184	25	17	1	6	42	1.744	2052
1995	238	35	31	6	203	178	25	16	1	6	46	1.659	1966
1996	237	38	34	4	199	173	26	17	1	5	44	1127	1431
1997	216	36	nd	nd	180	nd	nd	22	1	nd	nd	nd	nd

Fonte: BACEN, Relatórios Anuais e Boletins Mensais (vários números); IBGE, Anuário Estatístico do Brasil (vários num.).

IBGE/ANDIMA (1997), p.28, para 1989-95; ANDIMA (1997), para 1997.

(*) Inclui Caixas Econômicas Federal e Estaduais.

(**) Inclui: Soc. De Créd. Imob.; Assoc. de Poup. e Empréstimos; Soc. Cooperativas;

Corretoras e Distribuidoras de Valores; o Soc. de Arrend. Mercantil.

nd = não disponível.

TABELA 2
EMPRÉSTIMOS DO SFB*: DISTRIBUIÇÃO % POR EMPRESTADORES FINAIS
1964-97 - Anos Selecionados

Período	Sistema Monetário								Bcos.	BNDES	Outras	Total Geral				
	Total	Bco. do	Bcos. Comerciais			Bcos. Múltiplos			de Invest.		IF	IF Públ.	IF Priv.	Públ. Priv.	Total/PIB	
		Brasil	Total	Priv.	Públ.	Total	Priv.	Públ.								(1)
1964	80,8	29,5	51,3	nd	nd	-	-	-	-	4,3	10,0	nd	nd	95,1	13,4	
1976	50,3	23,3	26,9	9,9	17,0	-	-	-	10,0	6,2	33,5	63,4	36,6	100,0	56,2	
1988	46,3	16,2	20,5	2,6	17,9	9,6	9,6	-	4,8	3,0	45,9	66,6	33,4	100,0	63,1	
1989	43,7	9,1	6,9	2,2	4,7	27,7	1,9	25,8	2,1	2,2	52,1	83,2	16,8	100,0	76,2	
1990	61,1	11,9	7,2	3,3	3,9	42,0	6,4	35,6	2,1	3,5	33,3	79,9	20,1	100,0	37,5	
1991	66,5	14,4	7,4	3,2	4,2	44,7	9,4	35,3	1,9	4,7	26,9	79,3	20,7	100,0	42,5	
1992	64,9	14,1	3,8	0,7	3,0	47,0	12,3	34,8	1,8	4,2	29,1	80,6	19,5	100,0	61,4	
1993	74,9	10,5	2,9	0,4	2,6	61,5	17,2	44,3	0,9	3,0	21,2	79,0	21,0	100,0	nd	
1994	71,1	19,5	3,3	0,4	2,9	48,4	9,9	38,5	0,7	4,5	23,7	86,2	13,8	100,0	58,3	
1995	69,3	18,0	3,6	0,3	3,3	47,7	11,9	35,8	0,6	4,5	25,6	84,8	15,2	100,0	35,6	
1996	73,1	12,8	2,4	2,1	0,3	57,9	25,1	32,8	0,4	4,4	22,1	67,0	33,0	100,0	44,1	
Jun 1997	75,5	12,2	2,3	2,0	0,3	61,0	21,7	39,3	0,4	3,9	20,2	71,4	28,6	100,0	48,1	
1997	75,7	8,7	2,1	1,9	0,2	64,8	17,9	46,9	0,3	4,5	19,5	75,4	24,6	100,0	54,4	

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

(*) Saldo em Dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

(1) Inclui: Caixas Econ. Fed. e Estaduais; BD Reg.; PIS; BNCC (Banco Nac. de Créd. Coop.); BNH; Financeiras; Soc. Créd. Imob.; e APE.

(2) Inclui: Banco do Brasil; Bancos Comerciais e Múltiplos Públicos; BNDES; BD Reg.; Caixas Econ.; PIS; e BNH.

(3) Inclui todas as IF não relacionadas na nota (2) acima.

(4) A diferença para 100% em 1964 deve-se a dados não disponíveis no item "Outras IF".

(5) Percentual com base em empréstimos e PIB a preços correntes; percentual de Junho/1997 calculado sobre PIB do ano de 1997.

TABELA 3
BRASIL - INDICADORES MACROECONÔMICOS - 1968/1997
MÉDIAS ANUAIS

Período	PIB Var. Real % (1)	% FBCF sobre PIB (2)	Inflação IGP-DI (3)	Juros (% a.a) Tit. Fed. (4)	Det. Popu- s/ PIB % (6)	Dívida Ext. (6) (US\$ 106)	Res. Inter- nac. (7) (US\$ 106)
1968-73	11,2	21,2	19,1	6,0 + cm	nd	3,8 - 12,6	0,3 - 6,4
1974-80	6,9	23,7	51,8	31,0	-13,7	17,2 - 53,8	5,3 - 6,9
1981-83	-2,2	19,6	129,7	129,8	0,0	61,4 - 81,3	7,5 - 4,6
1984-86	6,9	17,2	161,6	181,1	7,4	91,1 - 101,7	12,0 - 6,8
1987-92	0,3	15,9	940,8	995,7	5,3	107,5 - 110,8	7,4 - 23,7
1993-94	5,0	14,9	1731,1	1890,3	8,7	114,2 - 119,6	32,2 - 38,8
1995	4,2	16,6	14,8	53,1	33,4	129,3	51,8
1996	2,8	16,5	9,3	27,4	16,5	144,1	60,1
1997	3,7	18,1	7,5	25,0	16,3	nd	52,1

Fontes e Notas:

- (1) e (3): Conjuntura Econômica, diversos números.
 (2): Studart (1995), p. 201 (Tab. A.2.2), para 1968-79; IBGE, Contas Nacionais, para 1980 em diante;
 FBCF = formação bruta de capital fixo; FBCF e PIB a preços constantes.
 (4): Ferreira (s/d), p. 297, para 1968-74; taxa das ORTN de 1 ano de prazo; cm = corr. monet.;
 ANDIMA (1997), pp. 63-74, para 1975-97; taxa real deflacionada pelo IGP-DI.
 (5), (6) e (7): Boletins Mensais do BACEN, diversos números;
 Déf. Público: dados disponíveis somente a partir de 1979; conceito nominal até 1982;
 conceito operacional para 1983 em diante (quando este conceito começa a ser apurado).
 Dívida externa de médio e longo prazos: valores de início e fim do período.
 Reservas Internacionais no conceito de liquidez internacional; valores no início e fim do período.

TABELA 4
INDICADORES DO MERCADO DE AÇÕES E DEBÊNTURES
1966-97 - MÉDIAS ANUAIS

Período	Ind. Bolsas Var. % ao ano (1)	Inflação IGP-DI (%) (2)	Vol. Negoc. s/ Emissões Primárias (3)	% Emissões Prim. s/ FBCF (4)
1966-71	85,5	24,4	5,7	1,9
1972-74	-17,3	21,6	23,1	0,7
1975-79	23,6	45,6	21,2	0,6
1980-87	176,8	163,9	12,8	2,4
1988-94	950,4	2441,0	10,4	4,2
1995	-1,3	14,8	8,2	6,1
1996	33,4	9,3	6,7	10,9
1997	44,8	7,5	20,6	6,7

Fontes e Notas: Elaboração própria a partir de dados de:

- (1): BACEN, Boletins Mensais (diversos n°), p/ 1966-77;
 CVM, Informativo Mensal (diversos n°), para 1978-97;
 IBV-RJ p/ 1966-82; IBOVESPA, p/ 1983-97.
 (2): FGV, Conjuntura Econômica (diversos n°).
 (3): Bacen, Boletim Mensal (diversos n°), p/ 1966-77;
 CVM, Informativo Mensal (diversos n°), p/ 1978-97.
 (4): Idem (3) p/ emissões primárias. Idem Tabela 3, p/ FBCF.

TABELA 5.a
BANCOS COMERCIAIS - COMPOSIÇÃO % DO ATIVO - 1968-97 (Médias Anuais)

BANCOS PRIVADOS									
Ítem Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun/97	1997
Disponível	7,4	5,5	2,2	0,9	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6
Depósitos compulsórios	12,7	10,4	5,3	7,6	3,2	7,7	3,3	2,0	2,8
Oper. Interfinanceiras (interbanc.)	nd	nd	nd	nd	nd	4,9	4,6	6,5	5,1
Títulos Públicos	0,3	1,6	7,6	4,9	14,9	12,8	9,6	10,6	11,5
Títulos Privados	1,9	3,6	3,1	4,4	18,8	6,3	11,5	2,3	10,0
- Renda Fixa	nd	1,6	2,7	3,9	17,9	2,7	10,5	1,3	9,3
- Renda Variável	nd	0,0	0,4	0,4	1,0	3,6	0,9	0,9	0,7
Oper. de Crédito	59,1	58,9	45,6	50,0	39,7	35,7	36,4	31,3	35,3
Hav. Ext. e Oper. Cambiais	4,8	9,8	18,0	13,5	8,8	22,2	28,8	33,2	26,0
Ativo Permanente	6,5	5,6	10,6	12,0	10,5	9,5	8,0	6,3	6,8
Sub-total	92,7	95,4	92,3	93,2	96,4	99,7	102,6	92,6	98,1
Outras Oper. (curto prazo)	7,3	4,6	7,7	6,8	3,6	0,3	-2,6	7,4	1,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	51,0	42,7	45,3	42,9	44,0	9,4	5,6	6,1	6,4

BANCOS PÚBLICOS									
Ítem Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun/97	1997
Disponível	6,7	4,2	1,5	0,5	0,4	0,4	4,2	2,3	0,9
Depósitos compulsórios	6,6	5,0	2,8	4,1	3,3	9,6	5,6	7,7	10,3
Oper. Interfinanceiras (interbanc.)	nd	nd	nd	nd	nd	-0,5	6,0	2,3	16,7
Títulos Públicos	2,4	2,6	4,9	3,7	6,6	16,4	15,5	18,9	10,8
Títulos Privados	0,8	1,0	0,5	2,8	7,6	3,3	4,4	12,0	7,8
- Renda Fixa	nd	0,2	0,3	2,5	6,9	1,4	2,1	11,2	6,8
- Renda Variável	nd	0,0	0,1	0,3	0,7	1,9	2,2	0,8	1,0
Oper. de Crédito	75,0	74,6	76,3	72,0	69,9	45,9	43,9	36,5	28,6
Hav. Ext. e Oper. Cambiais	2,2	4,6	5,2	6,5	3,6	6,0	8,5	4,8	6,7
Ativo Permanente	4,3	3,5	6,0	6,9	7,0	7,1	7,6	5,7	5,7
Sub-total	98,0	95,6	97,1	96,5	98,3	88,3	95,6	90,3	87,6
Outras Oper. (curto prazo)	2,0	4,4	2,9	3,5	1,7	11,7	4,4	9,7	12,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	22,0	22,4	20,4	19,9	11,6	5,1	0,7	0,7	0,9

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).
Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

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

TABELA 5.b
BANCOS DE INVESTIMENTO E BNDES - COMPOSIÇÃO % DO ATIVO
1968-97 - Médias Anuais

BANCOS DE INVESTIMENTO (CONSOLIDADO)									
Ítem Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun/97	1997
Disponível	3,6	2,2	0,9	1,0	0,2	1,0	0,3	0,1	0,1
Títulos Públicos	0,4	0,2	2,7	1,1	12,1	7,4	8,9	20,8	64,4
Títulos Privados	10,0	4,9	11,4	6,4	19,8	16,1	23,9	9,1	8,6
- Renda Fixa	5,5	3,4	6,3	3,9	18,0	10,6	17,3	4,8	5,7
- Renda Variável	4,5	1,5	5,0	2,6	1,8	5,5	6,6	4,3	2,9
Oper. de Crédito	68,9	77,4	73,1	76,8	45,3	38,2	22,8	18,1	18,5
Hav. Ext. e Oper. Cambiais	nd	nd	nd	nd	3,5	5,5	34,3	18,8	12,3
Ativo Permanente	1,4	1,9	8,2	10,9	11,0	19,8	16,7	25,9	30,2
Sub-total	84,4	86,5	96,3	96,2	91,9	88,0	107,0	93,0	134,1
Outras Oper. (curto prazo)	15,6	13,5	3,7	3,8	8,1	12,0	-7,0	7,0	-34,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	16,5	18,7	12,4	10,6	10,6	3,2	2,9	1,8	0,0

BNDES (CONSOLIDADO)									
Ítem Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-Jun/97	1997
Disponível	2,3	0,7	0,3	2,3	1,6	0,0	0,0	0,1	0,0
Títulos Públicos	nd	2,9	2,4	1,4	0,7	0,3	0,5	1,3	2,1
Títulos Privados	24,6	9,1	0,7	0,5	1,3	4,7	5,5	5,3	7,4
- Renda Fixa	nd	0,9	0,4	0,4	0,4	2,4	4,0	2,9	5,7
- Renda Variável	24,6	8,2	0,3	0,1	0,9	2,3	1,4	2,4	1,7
Oper. de Crédito	56,4	80,3	74,8	70,1	59,5	45,4	51,9	60,5	65,8
- Diretas (incl. Op. Esp.)	47,5	57,9	53,3	47,3	45,5	33,0	25,8	23,3	29,2
- Repasses a Ag. Financ.	8,8	22,4	21,5	22,8	28,1	24,8	26,1	37,2	36,5
Hav. Ext. e Oper. Cambiais	nd	nd	nd	nd	nd	0,7	0,8	0,2	0,0
Ativo Permanente	0,4	4,1	14,4	16,5	14,3	22,5	28,1	20,1	18,0
Sub-total	83,6	97,0	92,6	90,9	77,4	73,6	86,8	87,5	93,4
Outras Oper. (curto prazo)	16,4	3,0	7,4	9,1	22,6	26,4	13,2	12,5	6,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	10,5	21,6	26,0	26,7	24,8	16,7	15,0	13,8	16,7

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).
Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

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

TABELA 5.c
BANCOS MÚLTIPLOS - COMPOSIÇÃO % DO ATIVO: 1988-97

BANCOS PRIVADOS									
Ítem/Selecionados	Média 1988-90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Jun/97	1997
Disponível	0,5	0,7	0,4	0,4	0,6	1,1	0,7	0,6	0,7
Depósitos compulsórios	10,7	15,8	4,0	3,5	9,0	5,3	4,6	6,8	8,3
Oper. Interfinanceiras (interbanc.)	nd	5,5	9,0	13,1	1,2	5,5	-1,3	0,8	2,3
Títulos Públicos	27,6	1,1	13,0	8,0	5,4	7,0	16,4	10,7	15,8
Títulos Privados	11,8	3,3	4,3	3,9	10,4	5,7	3,0	4,3	4,4
- Renda Fixa	10,8	2,4	3,5	2,9	9,0	3,8	1,8	2,9	2,9
- Renda Variável	1,0	0,8	0,8	1,0	1,3	1,8	1,2	1,3	1,5
Oper. de Crédito	27,6	37,8	38,2	41,4	46,6	44,1	45,1	44,2	40,3
Hav. Ext. e Oper. Cambiais	8,2	14,8	16,9	18,6	13,3	14,2	13,5	17,0	12,2
Ativo Permanente	8,2	16,7	13,3	11,4	11,9	12,4	13,0	12,4	12,9
Sub-total	94,7	95,6	99,2	100,2	98,4	95,2	94,9	96,8	96,9
Outras Oper. (curto prazo)	5,3	4,4	0,8	-0,2	1,6	4,8	5,1	3,2	3,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	41,3	47,0	50,1	54,3	52,4	58,8	51,2	50,3	56,0
BANCOS PÚBLICOS									
Ítem/Selecionados	Média 1988-90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Jun/97	1997
Disponível	0,5	0,4	0,5	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,7
Depósitos compulsórios	6,7	10,5	2,9	3,2	4,7	4,0	32,4	4,0	8,5
Oper. Interfinanceiras (interbanc.)	nd	0,8	6,9	6,2	3,1	1,1	3,4	3,1	-36,7
Títulos Públicos	9,4	4,6	5,4	3,8	25,2	10,7	2,6	3,2	74,4
Títulos Privados	2,1	3,6	3,6	6,1	9,5	25,1	34,5	31,6	19,6
- Renda Fixa	1,3	1,7	2,4	2,3	6,0	23,0	32,9	30,3	17,3
- Renda Variável	0,7	1,9	1,2	3,7	3,5	2,1	1,6	1,3	2,2
Oper. de Crédito	38,5	58,8	60,6	57,4	45,6	44,5	45,6	46,7	21,6
Hav. Ext. e Oper. Cambiais	1,6	4,3	6,5	6,6	3,0	1,7	2,6	2,7	3,8
Ativo Permanente	4,5	11,7	8,8	8,1	5,7	5,0	5,1	5,0	7,1
Sub-total	63,3	94,6	95,2	91,9	97,3	92,4	126,6	96,8	99,0
Outras Oper. (curto prazo)	36,7	5,4	4,8	8,1	2,7	7,6	-26,6	3,2	1,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	6,5	18,6	21,1	20,3	24,6	16,8	28,0	27,6	18,1

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).
Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

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

TABELA 6.b
BANCOS COMERCIAIS - COMPOSIÇÃO % DO PASSIVO -1968-97 (Médias Anuais)

BANCOS PRIVADOS									
Ítem/Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995 Jun/97	1997
Depósitos a Vista	56,6	39,8	17,6	19,2	8,4	2,8	3,1	2,8	3,4
Depósitos de Poupança	nd	nd	nd	nd	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Depósitos a Prazo	5,1	7,3	8,3	21,7	14,2	20,1	27,0	16,1	13,8
Depósitos Interfinanceiros	nd	nd	nd	nd	15,0	1,2	-7,3	4,3	5,6
Obrig. por Emprést. e Repasses	7,5	8,9	6,7	1,7	7,5	7,4	3,3	0,7	0,4
Obrig. Externas	nd	22,5	35,6	31,6	19,6	29,4	34,1	32,2	39,0
- Curto Prazo (liq. de desp. a aprop.)	nd	nd	nd	nd	nd	15,3	22,8	22,1	21,7
- Médio e Longo Prazo	nd	nd	nd	nd	nd	19,5	11,3	10,1	17,4
Oper. Cambiais	11,1	17,5	11,8	7,2	2,5	9,2	19,7	24,2	19,3
Recursos Próprios	12,1	11,3	13,1	15,0	14,4	15,0	13,5	11,6	10,5
Sub-total	92,4	107,2	93,1	96,4	81,6	85,2	93,4	91,9	92,1
Outras Oper.	7,6	-7,2	6,9	3,6	18,4	14,8	6,6	8,1	7,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	51,0	42,7	45,3	42,9	44,0	9,4	5,6	6,1	6,4
BANCOS PÚBLICOS									
Ítem/Selecionados	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995 Jun/97	1997
Depósitos a Vista	39,9	28,9	16,3	16,6	13,2	7,3	8,9	9,9	9,5
Depósitos de Poupança	nd	nd	nd	nd	1,0	0,6	2,4	3,7	5,2
Depósitos a Prazo	3,8	4,3	5,0	10,7	4,9	7,2	9,6	22,1	23,5
Depósitos Interfinanceiros	nd	nd	nd	nd	-0,2	-1,1	4,1	2,4	7,9
Obrig. por Emprést. e Repasses	15,1	37,2	44,7	40,9	44,7	26,8	13,8	4,2	3,5
Obrig. Externas	nd	11,0	17,0	14,7	10,3	5,2	1,9	3,0	2,6
- Curto Prazo (liq. de desp. a aprop.)	nd	nd	nd	nd	nd	1,1	1,9	2,3	1,6
- Médio e Longo Prazo	nd	nd	nd	nd	nd	3,4	0,0	0,7	1,0
Oper. Cambiais	11,5	9,4	3,5	3,8	0,6	4,5	5,7	3,2	5,0
Recursos Próprios	15,8	10,5	8,6	9,7	14,0	17,3	15,1	12,0	12,0
Sub-total	86,1	101,2	95,0	96,3	88,4	67,8	61,4	60,5	69,2
Outras Oper.	13,9	-1,2	5,0	3,7	11,6	32,2	38,6	39,5	30,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	22,0	22,4	20,4	19,9	11,6	5,1	0,7	0,7	0,9

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).
Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.

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

TABELA 6.b
BANCOS DE INVESTIMENTO E BNDES - COMPOSIÇÃO % DO PASSIVO
1968-97 - Médias Anuais

BANCOS DE INVESTIMENTO (CONSOLIDADO)									
Ítem Selecionado	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-96	1997
Depósitos a Prazo	32,1	46,3	49,6	48,2	26,6	38,8	71,9	31,2	26,0
Depósitos Interfinanceiros	nd	nd	nd	nd	11,4	-20,5	-61,2	-12,9	4,4
Obrig. por Emprést. e Repasses	21,3	27,6	4,6	7,8	11,3	15,3	7,7	3,3	4,8
Obrig. Externas	12,8	14,5	27,2	22,9	14,1	10,1	14,4	10,6	6,8
- Curto Prazo (liq. de desp. a aprop.)	nd	nd	nd	nd	nd	2,7	5,2	1,7	0,4
- Médio e Longo Prazo	nd	nd	nd	nd	nd	7,1	9,3	8,8	6,4
Oper. Cambiais	nd	nd	nd	nd	nd	2,7	18,2	16,1	11,0
Recursos Próprios	13,6	10,8	18,4	21,1	20,0	36,0	28,4	35,3	29,4
Sub-total	79,6	99,1	99,9	100,0	83,3	82,5	79,4	83,5	82,3
Outras Oper.	20,4	0,9	0,1	0,0	16,7	17,5	20,6	16,5	17,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	16,5	18,7	12,4	10,6	10,6	3,2	2,9	1,8	0,0

BNDES (CONSOLIDADO)									
Ítem Selecionado	1968-73	1974-80	1981-83	1984-86	1987-88	1989-92	1993-94	1995-96	1997
Depósitos a Prazo	nd	0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Obrig. por Emprést. e Repasses	14,3	30,4	22,5	19,3	44,9	42,0	29,0	38,7	44,5
Obrig. com Poder Público	11,9	29,3	43,0	45,0	48,9	36,4	31,3	28,7	26,6
Obrig. Externas	6,2	9,8	13,4	14,8	11,6	8,7	4,7	4,4	6,5
- Curto Prazo (liq. de desp. a aprop.)	nd	nd	nd	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0
- Médio e Longo Prazo	nd	nd	nd	nd	nd	7,4	4,7	4,4	6,5
Oper. Cambiais	nd	nd	nd	nd	nd	0,7	0,7	0,2	0,0
Recursos Próprios	66,1	30,4	20,9	20,7	18,5	30,0	33,9	27,4	21,9
SUBTOTAL	98,5	99,8	99,9	99,8	124,2	118,0	99,5	99,3	99,5
Outras Oper.	1,5	0,2	0,1	0,2	-24,2	-18,0	0,5	0,7	0,5
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	10,5	21,6	26,0	26,7	24,8	16,7	15,0	13,8	16,7

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).
Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.
(*) Representa o percentual do passivo do segmento bancário em questão sobre o passivo total do grupo de instituições financeiras em análise: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos (a partir de 1988) e BNDES.

TABELA 6.c
BANCOS MÚLTIPLOS - COMPOSIÇÃO % DO PASSIVO: 1988-97

BANCOS PRIVADOS										
Ítem Selecionado	Média 1988-90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Jun-97	Dez-97
Depósitos a Vista	5,2	5,5	3,1	1,8	4,7	3,6	3,0	4,8	5,3	5,3
Depósitos de Poupança	17,2	10,7	10,2	11,0	13,6	13,5	15,1	14,5	17,8	17,8
Depósitos a Prazo	9,4	20,7	26,4	24,7	25,5	24,9	21,0	19,0	19,3	19,3
Depósitos Interfinanceiros	-2,1	-2,4	1,8	3,3	0,5	-1,5	3,3	3,0	3,8	3,8
Obrig. por Emprést. e Repasses	2,3	3,6	3,6	3,6	4,4	10,0	5,2	4,5	3,6	3,6
Obrig. Externas	10,4	18,2	16,5	20,5	14,6	16,4	20,2	18,0	18,5	18,5
- Curto Prazo (liq. de desp. a aprop.)	nd	5,0	12,1	14,1	9,3	11,4	13,8	12,7	11,3	11,3
- Médio e Longo Prazo	nd	13,2	4,5	6,4	5,3	5,0	6,3	5,3	7,2	7,2
Oper. Cambiais	nd	1,7	9,6	10,0	8,6	9,5	8,8	18,0	7,9	7,9
Recursos Próprios	12,0	21,6	18,5	16,2	15,4	9,3	15,3	14,9	14,5	14,5
Sub-Total	54,4	79,5	89,7	91,3	87,4	85,6	91,7	96,9	90,8	90,8
Outras Oper.	45,6	20,5	10,3	8,7	12,6	14,4	8,3	3,1	9,2	9,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	41,3	47,0	50,1	54,3	52,4	58,8	51,2	50,3	56,0	56,0

BANCOS PÚBLICOS										
Ítem Selecionado	Média 1988-90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Jun-97	Dez-97
Depósitos a Vista	3,8	7,0	4,3	3,6	5,4	4,8	4,9	5,1	8,1	8,1
Depósitos de Poupança	5,2	8,9	8,2	10,5	12,1	14,3	10,1	11,0	16,4	16,4
Depósitos a Prazo	4,8	12,0	19,4	20,9	13,0	15,0	13,9	11,8	16,1	16,1
Depósitos Interfinanceiros	0,4	3,1	2,1	2,0	3,3	3,3	10,2	10,4	-0,4	-0,4
Obrig. por Emprést. e Repasses	22,8	24,2	22,9	16,8	13,1	6,4	4,6	5,8	4,5	4,5
Obrig. Externas	2,5	5,2	6,9	7,2	3,9	2,7	2,9	2,9	4,5	4,5
- Curto Prazo (liq. de desp. a aprop.)	nd	1,0	5,2	5,1	2,8	2,1	2,7	2,7	4,0	4,0
- Médio e Longo Prazo	nd	4,2	1,7	2,1	1,1	0,5	0,2	0,2	0,4	0,4
Oper. Cambiais	nd	0,8	2,4	3,4	1,4	0,9	1,0	1,0	1,2	1,2
Recursos Próprios	9,4	18,6	17,9	20,1	5,5	3,5	5,5	5,6	9,9	9,9
Sub-Total	48,9	79,8	84,1	84,4	57,6	50,9	53,1	53,6	60,1	60,1
Outras Oper.	51,1	20,2	15,9	15,6	42,4	49,1	46,9	46,4	39,9	39,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Peso Relativo do Setor no Grupo*	6,5	18,6	21,1	20,3	24,6	16,8	28,0	27,6	18,1	18,1

Fonte: Elaboração própria a partir de dados primários (em moeda corrente) do Banco Central do Brasil, publicados nos Boletins Mensais e Suplementos Estatísticos do Banco (diversos números).
Dados referentes a dezembro de cada ano, exceto quando explicitado em contrário.
(*) Representa o percentual do passivo do segmento bancário em questão sobre o passivo total do grupo de instituições financeiras em análise: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos (a partir de 1988) e BNDES.

TABELA 7
MAIORES EMPRESAS FINANCEIRAS EM OPERAÇÃO NO BRASIL,
POR PATRIMÔNIO LÍQUIDO - DEZEMBRO DE 1997
VALORES EM R\$ MILHÕES

EMPRESA	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	SETORES DE ATIVIDADE	
		FINANCEIROS	NAO-FINANCEIROS
I - Grupos Nacionais Privados			
1. Bradesco	6.117	Bco. Com., Seguro, Capitalização, Prev. Priv., Corret. Valores, Cart. Créd., Holding.	Madeira, Móveis, Papel, Pecuária, Informát. e Telecom., Serv. Gerais.
2. Itaú	5.515	Bco. Com., Seguro, Financeira, Prev. Priv., Corret. Valores, Leasing, Holding.	Madeira, Móveis, Papel, Eletroeletr., Química e Petroq., Transp. e Armazen., Serv. Gerais, Com. Exterior.
3. Unibanco	3.079	Bco. Com., Seguro, Prev. Priv., Holding.	-
4. Sul América	2.607	Holding, Seguro, Capitalização, Bco. Com., Corret. Valores.	Construção, Agricultura, Serv. Gerais.
5. Real	1.975	Bco. Múlt., Com. e Invest., Financeira, Soc. Arrend. Merc., Soc. Créd. Imob., Seguro, Prev. Priv., Capitalização, Corret. Valores e Câmbio.	-
6. Garantia	1.620	Bco. Investimento, Holding.	Com. Varejista, Cervejas e Refrig., Prod. Agrícola.
7. Gerdau	1.610	Bco. Múlt., Holding.	Florest. e Reflorest., Transp. Rodov. de Cargas, Laminados de Aço, Ferro, Pecuária.
8. Bozano, Simonsen	1.215	Bco. Múlt. e Com., Soc. Arrend. Merc., Corret. Valores e Câmbio, Créd. Cons.	Construção, Madeira, Agribusiness, Process. Café.
9. Finasa	1.121	Bco. Com. e Invest., Seguro, Corret. Valores, Leasing, Holding.	Informát. e Telecomunicações.
10. Vicunha	1.014	Bco. Invest., Soc. Arrend. Merc., Distr. Valores, Holding, Participações.	Têxtil, Metalurgia, Telecom., Comunicação, Transp. e Armazen., Agricult.
II - Grupos Nacionais Públicos			
1. BNDES	10.440	Bco. Desenvolv., Holding.	-
2. Banco do Brasil	6.003	Bco. Com. e Invest., Seguro, Corret. Valores, Financeira, Cart. Créd., Leasing.	Informát. e Telecomunicações.
3. CEF	4.642	Bco. Com., Créd. Imob., Seguro.	Informát. e Telecomunicações.
4. Banespa	3.929	Bco. Com., Soc. Arrend. Merc., Cart. Créd., Seguro.	Serv. Gerais.
5. Banrisul	374	Bco. Com., Leasing, Corret. Valores.	Transp. e Armazen., Informát. e Telecomunicações.
III - Grupos Estrangeiros			
1. HSBC Bamerindus	1.367	Bco. Com., Seguro, Distr. Valores, Leasing, Cart. Créd.	-
2. Sudameris	571	Bco. Com. e Invest., Leasing, Cart. Créd., Corret. Valores, Holding.	Serv. Gerais.
3. BankBoston	522	Bco. Múlt. e Com., Arrend. Merc., Merc. Capitais, Créd. Imob.	-
4. Lloyds	396	nd	nd
5. ABN Amro	345	Bco. Com., Holding, Leasing.	-

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

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

TABELA 8
BRASIL - CAPTAÇÃO BRUTA DE RECURSOS EXTERNOS
COMPOSIÇÃO % - 1991-97

Período	Invest. Direto	Portfólio		Emprést. em Moeda Ex.	Vínculo ao Com. Ext.	Total	
		Total	Outros			%	US\$ Milhões
1991	6,0	6,5	4,1	2,4	49,6	100,0	11.627
1992	7,4	21,7	16,7	5,0	26,0	100,0	17.791
1993	2,7	46,1	44,7	1,3	17,5	100,0	32.667
1994	5,2	58,0	47,7	10,3	16,5	100,0	43.073
1995	6,1	45,9	40,9	5,0	18,5	100,0	53.885
1996	12,1	32,4	29,1	3,3	20,0	100,0	78.949
1997	13,8	30,1	25,0	5,2	28,5	130,1	128.984

Fonte: Boletim Mensal do BACEN, Julho/96 e Abril/98.
(*) Inclui as rubricas: Financiamentos; Leasing e Arrendat; e Pagamentos Antecipados de Exportações.

TABELA 9
EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO
DISTRIBUIÇÃO POR TOMADOR E EVOLUÇÃO REAL - 1992-97

Período	Tomadores						Total			
	Governo	Indús-	Comér-	Habi-	Pessoas	Outros	%	R\$ Milhões de Dez/97	% Crêsc. Real	
	(%)	tria	cio	tação	Físicas	(**)			6 Meses	12 Meses
Dez / 1992	14,5	25,3	6,1	27,4	2,5	24,2	100,0	267.722	-	-
Dez / 1993	10,9	33,5	7,2	19,4	2,9	26,2	100,0	366.316	30,4	36,8
Dez / 1994	11,1	23,6	9,6	23,1	7,6	25,1	100,0	267.547	9,6	-27,0
Jul / 1995	7,9	27,0	11,4	23,6	7,3	22,9	100,0	259.684	-2,9	6,4
Dez / 1995	8,6	26,6	11,7	22,6	6,6	23,9	100,0	285.012	9,8	6,5
Jul / 1996	11,0	25,5	11,3	22,7	6,2	23,2	100,0	295.070	3,5	13,6
Dez / 1996	11,1	27,2	10,2	21,6	8,0	21,8	100,0	309.672	4,9	8,7
Jul / 1997	13,7	24,8	10,2	20,5	9,3	21,6	100,0	333.585	7,7	13,1
Dez / 1997	8,7	26,7	9,8	22,8	11,7	20,3	100,0	296.466	-11,1	-4,3

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de BACEN, Boletim Mensal, Dezembro/1994 e Abril/1998.

(*) Inclui apenas atividades típicas de governo, nas esferas federal, estadual e municipal.

Atividades empresariais dos governos estão contabilizadas nos demais setores.

(**) Inclui setor rural e outros serviços.

TABELA 10
FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL - 1991 / 1997
VALORES EM R\$ MILHÕES CORRENTES

EVOLUÇÃO DO SETOR	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Patrimônio Líquido (PL)	12.117	19.073	24.820	41.431	73.001	126.931	141.861
SITUAÇÃO EM DEZEMBRO/1997							
Trans. Selecionados	F.F. de Ações				F. de Cap. Estrang.	F. Extra. Mercado	Total
	6.262	8.542	94.493	2.814	15.539	4.479	9.732
Patrimônio Líquido	6.262	8.542	94.493	2.814	15.539	4.479	9.732
% no PL Total	4,4	6,0	66,6	2,0	11,0	3,2	6,9
Direcionamento da Carteira:	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
- Tit. Federais	17,6	31,3	43,4	18,0	5,6	61,3	68,4
- Tit. Privados	5,1	11,4	15,2	12,7	0,9	6,1	29,9
- Oper. Comprom.	17,6	46,9	28,2	58,8	0,0	0,0	1,7
- Ações e Debênt.	1,1	1,6	3,6	2,3	87,9	0,7	0,0
- Recolh. Compuls.	53,0	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Outros	5,5	4,0	9,7	8,2	5,5	31,9	0,0

Fonte: Boletim Mensal do BACEN, Abril / 1998.

TABELA 11
ATIVO TOTAL DO SFB - DEZEMBRO / 1997

Tipo de Instituição	Ativo	
	R\$ Milhões	% do Total
Banco do Brasil	103.162	16,9
Bancos Comerciais	26.463	4,3
Bancos Múltiplos	267.919	43,9
Bancos de Investimento	6.916	1,1
BNDES	60.438	9,9
Caixa Econ. Federal (CEF)	110.054	18,0
Caixas Econ. Estaduais	1.355	0,2
BD Regionais	4.571	0,7
Financeiras	4.180	0,7
Soc. Créd. Imobiliário / APE	6.155	1,0
Soc. Arrend. Mercantil	19.195	3,1
Corretoras e Distribuidoras	578	0,1
Total do SFB	610.986	100,0
Bancos*	580.878	95,1

Fonte: BACEN, Suplemento Estatístico do Boletim Mensal, Março / 1998.

(*) Inclui: Banco do Brasil, BCO, BM, BNDES, CEF, CE Estaduais e BC regionais.

TABELA 12.b
ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA
RANKING POR INVESTIMENTOS - JUNHO / 1998

Posição / Entidade	Controle do Capital	Investimentos	
		US\$ Milhões	% do Total
1) Previ (B. Brasil)	Público	20.063	26,0
2) Funcef (CEF)	Público	5.676	7,4
3) Fund. Cesp	Público	4.368	5,7
4) Sistel/Telebrás	Público*	4.202	5,4
5) Petros/Petrobrás	Público	3.937	5,1
6) Centrus/Bacen	Público	2.940	3,8
7) Vália/CVRD	Privado	1.594	2,1
Demais		34.398	44,6
Total		77.175	100,0

Fonte: Abrapp, via Internet

(*) Privado a partir de 29 de Julho de 1998.

TABELA 12.a
ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA
Nº DE INSTITUIÇÕES E DISTRIBUIÇÃO % DA CARTEIRA DE INVESTIMENTOS
1991 / 1997 - VALORES MONETÁRIOS (TOTAIS) EM US\$ MILHÕES*

Discriminação	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Nº de Instituições (Total)	256	266	297	328	344	349	339
Investimentos (US\$ Milhões)	17.989	23.026	32.568	55.081	59.055	68.982	77.832
Em % do PIB	3,4	4,4	5,9	9,5	9,7	10,5	11,5
Composição % da Carteira:	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Títulos Públicos	7,4	6,5	4,0	3,8	4,4	5,7	3,7
Ações e Debêntures	34,4	30,4	37,3	41,0	34,7	35,7	32,4
Imóveis	19,3	20,3	16,0	14,4	14,9	12,9	10,4
Depósitos a Prazo	12,6	15,9	14,5	11,5	14,6	9,6	7,8
Fundos de Investimento	1,5	4,2	9,8	12,4	11,9	19,4	30,0
- Renda Fixa	nd	nd	9,8	12,4	11,9	16,8	19,3
- Renda Variável	nd	nd	nd	nd	nd	2,6	10,7
Outros	24,8	22,7	18,4	16,9	19,5	16,7	15,9

Fonte: Abrapp, via Internet, para 1993-97 e Revisão Abrapp, Dezembro 1996, para 1991-92.

(*) Saldos em Dezembro de cada ano.

NOTAS

¹ A principal distinção quanto à composição do passivo das instituições financeiras refere-se à captação de depósitos a vista: a permissão para tal define a instituição como "bancária" e o impedimento a define como "não-bancária". Nesse segundo grupo, um variado leque de instrumentos de captação e regulamentos define a área possível de atuação de cada tipo de instituição. Para um resumo dos principais tipos de instituições classificadas nos Estados Unidos, por exemplo, vide Cargill (1983), Capítulo 3, especialmente pp. 62-74. Para o caso brasileiro, vide seção 3 deste texto.

² A relação positiva entre a propensão a poupar e o nível de renda da economia é sugerida por Keynes (1985), Cap. 8, seção III, pp. 75-76.

³ Essa interpretação é sugerida por Tavares (1979), como hipótese explicativa para as dificuldades de desenvolvimento espontâneo de um sistema de intermediação financeira no Brasil dos anos 50-60.

⁴ Para uma exposição detalhada das medidas e leis que compuseram as reformas financeiras desse período, vide Lemgruber (1978), pp. 26-31 e Montoro Filho (1982), pp. 88-93 e 106-108. Para abordagens mais analíticas dessas reformas, vide Tavares (1979), pp. 219-33 e o interessante trabalho de Studart (1995) a respeito. Studart desenvolve detalhada discussão teórica e empírica sobre a evolução do sistema financeiro no Brasil e sua funcionalidade para o desenvolvimento econômico brasileiro, cobrindo o período 1947-83.

⁵ Os mentores intelectuais das reformas foram os Ministros Roberto de Oliveira Campos e Octávio Gouveia de Bulhões.

⁶ Para uma excelente discussão teórica sobre essa questão, vide Studart, op. cit., Cap. 2, 3 e 8.

⁷ Para maiores detalhes, vide Lees, Botts e Cysne (1990), pp. 242-248.

⁸ Entre 1969 e 1973, o ingresso líquido de capital externo (considerando investimentos diretos e empréstimos em moeda), somou US\$ 8,6 bilhões – um resultado surpreendente, face ao ingresso inferior a US\$ 700 milhões, ao longo de todo o período 1960-68. No entanto, deste montante, apenas US\$ 2,4 bilhões financiaram, de alguma forma, o crescimento econômico e US\$ 6,2 bilhões tornaram-se acúmulo de reservas no Bacen. Vide, a respeito, Cruz (1982), pp. 60-65.

⁹ Lees, Botts & Cysne, 1990, pp. 112-113 apresentam um organograma típico do conglomerado financeiro encontrado no Brasil na década de 80.

¹⁰ No caso brasileiro, isto equivaleria a algum banco público assumir o papel que, nas reformas, foi atribuído aos BI privados. Somente bem mais tarde, em 1982, o BNDES passa a atuar, também, dessa forma, através de sua subsidiária BNDESPAR. Mas isto não chega a constituir uma política de desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, que, até hoje, não está em curso.

¹¹ Em 1984 o auto-financiamento elevou-se a 76,8% dos recursos utilizados pelas empresas privadas nacionais e 87,7% para as privadas estrangeiras; em 1978, estes percentuais eram, respectivamente, de 58,8% e 76,7% (LEES, BOTT & CYSNE, 1990, p. 330). Esse aumento do recurso ao auto-financiamento pelas empresas privadas, naturalmente, só poderia ser viabilizado numa economia oligopolizada e indexada, que permitia a compensação da queda no nível de atividade e vendas das empresas pelo aumento dos "mark ups" (vide, a respeito, Almeida, 1988). Somente as empresas estatais, cuja capacidade de auto-financiamento foi erodida pelo elevado endividamento externo, pelo choque dos juros internacionais e pela repressão de preços imposta pelo governo, como parte de sua política antinflacionária, aumentaram o grau de utilização de recursos de terceiros nesse período, reduzindo o auto-financiamento de 50,7% em 1978 para 40,4% em 1984.

¹² Os investimentos dos bancos em suas próprias empresas são registrados como "ativo permanente", e não como "operações de crédito". Para as empresas, da mesma forma, essa operação altera o "capital social" e não o grau de endividamento.

¹³ O Banco adiciona o "S", de Social, em 1982.

¹⁴ Para maiores detalhes, vide Lees, Botts & Cysne, op. cit., Cap. 11 e Studart, op. cit., pp. 150-154.

¹⁵ Para uma análise do movimento de capitais externos para a América Latina na década de 90 vide French-Davis e Griffith-Jones (org.), 1997, especialmente Caps. 2, 3 e 4.

¹⁶ Para uma exposição da legislação brasileira sobre investimentos estrangeiros, a partir deste período, vide Andima, 1998.

¹⁷ A análise do sistema bancário no ano de 1997 utiliza dados do primeiro semestre do ano, visando evitar a "contaminação" dos dados

pelos efeitos da crise cambial-financeira deflagrada no sudeste asiático em julho de 1997 e estendida para diversos outros países (inclusive o Brasil) a partir de então.

¹⁸ A relação direta entre a capacidade de ampliação dos empréstimos, a rentabilidade e o grau de alavancagem do banco, medido pela relação entre o ativo total e os recursos próprios, é demonstrada por Minsky (1986), Capítulo 10.

¹⁹ Sobre as vantagens da substituição de empréstimos por operações de securitização no ativo dos bancos, vide Santos (1998). Sobre a experiência de bancos americanos e europeus neste sentido, vide Kregel (1998) e Edey & Hviding (1995).

²⁰ O termo "funcionalidade" é aqui empregado no sentido específico que lhe atribui Studart (1995), pp. 64: "(...) a financial system is functional to the process of economic development when it expands the use of existing resources (...) with the minimum possible increase in financial fragility and other imbalances that may halt the process of growth for purely financial reasons."

²¹ Em meados de 1997, três anos após a estabilização de preços e mais de seis anos depois de iniciada a abertura financeira no Brasil, esses *spreads* eram da ordem de 400 pontos-básicos sobre a taxa dos títulos do Tesouro americano (equivalente a 4 pontos percentuais) nas captações do setor financeiro e de 450 pontos para o setor privado não-financeiro (Bacen, 1998: 139).

²² As entidades "fechadas" são aquelas mantidas exclusivamente pelos funcionários e pelo capital de uma empresa específica. Esse tipo de previdência privada é dominante no Brasil, sendo ainda pouco expressivas as entidades "abertas", mantidas por associados individuais. A título de comparação, a carteira de investimentos destas últimas representa menos de 10% da carteira das entidades fechadas, estimada em US\$ 77,8 bilhões no final de 1997 (ANAPP, 1998 e ABRAPP, 1998).

²³ Duas observações: a) além desse volume de aplicação direta dos fundos de pensão em títulos de renda variável no mercado de capitais brasileiro, há ainda cerca de US\$ 8,3 bilhões de aplicações através dos fundos de investimento. Mas este valor não pode ser considerado como aplicação *adicional* no mercado de capitais, pois já está contabilizado nos dados relativos aos fundos de investimento; b) optou-se pela manutenção dos dados em dólares, conforme divulgados pela

Abrapp, para evitar distorções entre os anos de 1991-97, entre os quais ocorreram três mudanças de moeda no Brasil e vigoraram políticas cambiais diversas.

²⁴ A relação percentual das emissões primárias com o investimento agregado de 1997 encontra-se na Tabela 4. A relação com a poupança interna foi calculada com base nos seguintes indicadores oficiais: investimento/PIB (a preços correntes) = 19,6% (IBGE); déficit em conta corrente (poupança externa) = 4,2% do PIB (Bacen). Então: poupança interna = 15,4% do PIB e emissões primárias = (1,3/15,4)% da poupança interna = 8,5%.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAPP, Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada. (1998). *Informações Estatísticas Consolidadas*. <http://www.abrapp.org.br>.

ALMEIDA, J. S. G. de (1988). "Instabilidade da Economia e Estrutura Financeira das Empresas no Brasil do Ajustamento Recessivo". *Texto para Discussão IEI/UFRJ* n° 178, Outubro.

ANAPP, Associação Nacional das Entidades Abertas de Previdência Privada. (1998). *Mercado de Previdência Privada Aberta - Dados do Setor de Previdência Privada Aberta*. <http://www.anapp.com.br>.

ANDIMA, Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. (1998). "Reestruturação do SFN (Sistema Financeiro Nacional): uma análise do período 1994/1997", in *Retrospectiva 1997*. Rio de Janeiro: Andima.

_____. (1998). *Brazil for Foreign Investors*. Rio de Janeiro: Andima.

BACEN, Banco Central do Brasil (1996). *Boletim do Banco Central do Brasil*, Julho.

_____. (1998). *Boletim do Banco Central do Brasil*, Abril.

BAER, H. L. & MOTE, L. R. (1992). "The United States Financial System", in G. Kaufman (ed.). *Banking Structures in Major Countries*. Boston: Klumer Academic Publishers.

- CARGILL, T. (1983). *Money, the Financial System and Monetary Policy*. Prentice-Hall.
- CARVALHO, F. J. Cardim de (1997). "Sistema Financeiro Internacional: Tendências e Perspectivas". *Texto para Discussão IE-UFRJ* n° 395, Julho.
- CINTRA, M. A. M. & FREITAS, M. C. P. de. (1998). *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: FAPESP/FUNDAP.
- CRUZ, P. D. (1983). "Notas sobre o Endividamento Externo Brasileiro nos Anos Setenta", in L. G. Belluzzo e R. Coutinho. *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, Vol. 2. São Paulo: Brasiliense.
- EDEY, M. & HVIDING, K. (1995). "An Assessment of Financial Reform in OECD Countries". *OECD Working Papers* n° 154.
- FFRENCH-DAVIS, R. e GRIFFITI-JONES, S., org. (1997). *Os Fluxos Financeiros na América Latina – um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- IESP/FUNDAP (1988). "Evolução e Impasses do Crédito". *Relatórios de Pesquisa* n° 4. São Paulo, Agosto.
- _____. (1993). "Estratégias e Padrão de Rentabilidade dos Bancos Múltiplos Privados: 1988/92", in *O Novo Formato Institucional do Sistema Financeiro Brasileiro*, Relatório 1.
- KEYNES, J. M. (1985). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo, Nova Cultural.
- KREGEL, Jan (1998). "The Past and Future of Banks". Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi: *Quaderni di Ricerche* n° 21, March.
- LEMGRUBER, A. C. (1978). *Uma Análise Quantitativa do Sistema Financeiro no Brasil*. Rio de Janeiro: IBEMEC.
- LEES, F. A. , BOTTS, J. M. & CYSNE, R. P. (1990). *Banking Financial Deepning in Brazil*. New York: St. Martin's Press.
- LLEWELLYN, D. (1992). "Competition, Diversification and Structural Change in the British Financial System", in G. Kaufman, (ed.). *Banking Structures in Major Countries*. Boston: Klumer Academic Publishers.

- MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale Univ. Press.
- MONTORO FILHO, A. F. (1982). *Moeda e Sistema Financeiro no Brasil*. IPEA/PNPE.
- POZDENA, R. J. & ALEXANDER, V. (1992). "Bank Structure in West Germany", in G. Kaufman (ed.). *Banking Structures in Major Countries*. Boston: Klumer Academic Publishers.
- PROCHNIK, M. (1995). "Fontes de Recursos do BNDES". *Revista do Bndes*, Vol. 2, n° 4, Dezembro, pp. 143-180.
- SANTOS, J. A. C. (1998). "Commercial Banks in the Securities Business: a review". *BIS (Bank for International Settlements), Working Pappers* n° 56, June.
- SIMONSEN, M. H. (1970). *Inflação: Gradualismo x Tratamento de Choque*. Rio de Janeiro: APEC.
- STUDART, R. (1995). *Investment Finance in Economic Development*. London and New York: Routledge.
- TAVARES, M. da C. (1979). *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar.
- ZYSMAN, J. (1983). *Governments, Markets and Growth*. London: Cornell University Press.