

Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006 ¹

Jennifer Hermann ²

Resumo

O artigo analisa indicadores do sistema financeiro brasileiro no período 1990-2006, visando uma avaliação preliminar da extensão do desenvolvimento financeiro no Brasil pós-liberalização. A análise mostra que o desenvolvimento desse período esteve aquém do que se poderia esperar de uma política bem sucedida. A discussão a seguir sugere que: o ambiente macroeconômico parece ser mais relevante que a política financeira para o desenvolvimento financeiro; o ambiente que o favorece não é prioritariamente definido pelo equilíbrio monetário e fiscal, mas sim pelo crescimento econômico; a liberalização tem efeitos ambíguos para o desenvolvimento econômico e financeiro, mantendo-os numa trajetória de *stop and go*.

Palavras-chave: Sistema financeiro brasileiro; Política financeira; Liberalização; Desenvolvimento financeiro; Desenvolvimento econômico.

Abstract

Financial liberalization and development: lessons from Brazilian experience over 1990-2006 period

The paper analyses indicators of Brazilian Financial System over the 1990-2006 period, aiming at a preliminary evaluation of the extension of post-liberalization financial development in Brazil. The analysis shows that this process was significantly weaker than expected from a well succeeded policy. The discussion points that: 1) macroeconomic environment seems more relevant to financial development than financial policy; 2) the environment that favors financial development is not one marked by monetary and fiscal equilibrium, but by economic growth; 3) liberalization has ambiguous effects to economic and financial development, maintaining both in a 'stop and go' pace.

Key words: Brazilian financial system; Financial policy; Liberalization; Financial development; Economic development.

JEL O16, G18, O11.

Introdução

Em fins dos anos 1980, a exemplo de outros países em desenvolvimento, embora com algum atraso, o Brasil iniciou uma política de liberalização financeira, nos moldes do que, na primeira metade da mesma década, vinha sendo implementado em algumas economias industrializadas. No Brasil e nos demais países, tal política tem-se pautado por duas diretrizes básicas (Carvalho, 1997;

(1) Trabalho recebido em agosto de 2008 e aprovado em abril de 2009. A autora agradece aos pareceristas anônimos pelos comentários e sugestões e a Norberto Martins pelo apoio na coleta dos dados.

(2) Professora-Adjunta do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Rio de Janeiro, RJ, Brasil. E-mail: jenniferh@terra.com.br.

Cintra; Freitas, 1998): a) desregulamentação do setor financeiro, especialmente do segmento bancário – que se expressa na gradual eliminação de controles legais sobre taxas de juros, alocação do crédito e áreas de atuação das instituições financeiras, pela qual o modelo de sistemas financeiros segmentados vem sendo substituído pelo modelo de “bancos universais”; b) ampliação do grau de abertura do mercado, tanto para a entrada de instituições estrangeiras no setor, quanto para a captação de recursos externos pelas instituições financeiras locais, expressa na liberalização gradual da conta de capital nas rubricas de empréstimos e, principalmente, de investimentos de portfólio.

Esse novo modelo de política financeira nasceu das críticas à política intervencionista dominante nos anos 1950-70, especialmente – mas não exclusivamente – nos países em desenvolvimento. Esta foi cunhada por seus críticos de “política de repressão financeira”, por entender-se que seu principal efeito era reprimir, e não estimular, o desenvolvimento financeiro.³ Tal modelo de política financeira consistia de um conjunto de medidas voltadas para a expansão e barateamento do financiamento de investimentos, entre elas: fixação de tetos para os juros do crédito privado; políticas de crédito (privado ou público) direcionado a setores considerados prioritários; atuação direta de bancos públicos, com foco no crédito de longo prazo; e limitações regulatórias às áreas de atuação dos diversos tipos de instituição financeira (esta, mais voltada para o controle do risco sistêmico do mercado financeiro).

Nas críticas às políticas intervencionistas, alegava-se que estas geravam distorções de preços relativos, favorecendo artificialmente alguns setores em detrimento de outros, e distorções de natureza macroeconômica – elevados déficits públicos, fruto da forte presença do Estado (não só no mercado financeiro, mas também em outros setores) e elevadas tributação, dívida pública e inflação, como meios de financiar os gastos estatais. Assim, o objetivo central da política de liberalização era estimular o desenvolvimento financeiro, promovendo a expansão e diversificação do mercado de ativos através da poupança e de instituições financeiras privadas. Contudo, face aos efeitos deletérios dos impostos, da dívida pública e da inflação sobre as taxas de retorno e risco e, portanto, sobre a oferta e a demanda de ativos privados, entendia-se que um modelo de liberalização financeira “completo” deveria apoiar-se em três linhas de política econômica: a) liberalização financeira e comercial; b) ajuste fiscal (incluindo privatizações), visando ao alcance e manutenção de orçamentos equilibrados; c) estabilização de preços e posterior manutenção da estabilidade como princípio norteador da política macroeconômica de curto prazo.

(3) Os principais formuladores teóricos dessa visão crítica às políticas de repressão financeira nos países em desenvolvimento foram E. Shaw (1973) e R. McKinnon (1973). Para discussões sobre o modelo Shaw-McKinnon, ver Fry (1995, chap. 2 e 14), Agénor e Montiel (1999, chap. 6, 14, 17) e Hermann (2002a, cap. 1-2).

Em tese, essa combinação de política financeira e macroeconômica impulsionaria o desenvolvimento financeiro, expandindo, em especial, o crédito de longo prazo e o mercado de capitais e, através destes, o desenvolvimento econômico. Válida a hipótese de que o modelo intervencionista reprimia esses dois processos, a liberalização deveria estimular a ambos. Isso foi, de fato, observado na maioria das economias que adotaram tal modelo, embora com intensidades distintas entre os diferentes grupos de países. Como resultado, pode-se apontar: o crédito de longo prazo e o segmento primário do mercado de capitais foram mais estimulados nos países industrializados; o crédito de curto prazo e o segmento secundário do mercado de capitais foram mais estimulados nos países em desenvolvimento; e, paradoxalmente, o crescimento econômico foi mais estimulado nestes últimos.⁴ Além disso, na maioria dos casos, alguns anos depois de iniciada a política de liberalização ocorreram crises financeiras, também com perfis distintos entre os diferentes países: crises bancárias nos países industrializados e “crises gêmeas” (bancária e cambial) nos menos desenvolvidos, cujo episódio mais grave foi a crise asiática de 1997.⁵ Esses efeitos, por si só, questionam a adequação da política de liberalização como indutora do desenvolvimento financeiro, se este for interpretado como incremento da funcionalidade do sistema financeiro ao desenvolvimento econômico, nos termos definidos por Studart (1995):

[A] financial system is functional to the process of economic development when it expands the use of existing resources in the process of economic development with the minimum possible increase in financial fragility and other imbalances, that may halt the process of growth for purely financial reasons (Studart, 1995, p. 64).

O Brasil, aparentemente, destoa das experiências de outros países em desenvolvimento, pelo menos em dois aspectos, pois o crescimento econômico não foi aqui fortemente estimulado, e também o país não sofreu crises gêmeas, mas apenas crise cambial (Hermann, 2002a). Admitindo-se que, nos demais casos, esses dois efeitos estejam associados à própria extensão da expansão financeira proporcionada pela liberalização, uma possível explicação para esse resultado seria a “timidez” da política de liberalização no Brasil e/ou de seus efeitos sobre o sistema financeiro brasileiro (SFB).

Este artigo analisa aspectos regulatórios e indicadores do SFB no período 1990-2006, visando responder a essa questão. Adicionalmente, discute-se algumas hipóteses explicativas para as principais tendências e “desvios” identificados no

(4) É vasta a literatura sobre as diversas experiências de liberalização financeira nos anos 1980-90. Ver, entre outros, Cho (1986), Chamley e Hussain (1988), World Bank (1989), Mathieson e Rojas-Suárez (1993), McKinnon (1993), Berger et al. (1995), Johnston et al. (1997), Levi (1998), Hermann e Studart (2001) e Hermann (2002a).

(5) Ver, a respeito, Kaminsky e Reinhart (1996), Demirgüç-Kunt e Detragiache (1998), Drees e Pazarbasioglu (1998), IMF (1998), Radelet e Sachs (1998), Krugman (1998) e Hermann (2002a).

caso brasileiro. Assim, a seção 1 descreve, de forma sucinta, os principais eventos e medidas que marcam a trajetória da política de liberalização financeira no Brasil. A seção 2 analisa os principais indicadores do SFB. A seção 3 discute as principais tendências e desvios identificados, a partir de uma análise mais qualitativa daquela política financeira, bem como do ambiente macroeconômico que a permeou. Na sequência apresenta as conclusões.

1 Liberalização financeira no Brasil: principais eventos e medidas⁶

O modelo de liberalização financeira começa a ser adotado no Brasil, gradativamente, a partir da segunda metade do governo J. Sarney (1987-89). Nesse período tem início a política de abertura do mercado de capitais brasileiro a investidores estrangeiros. A Resolução 1289 (Março/1987) do Conselho Monetário Nacional (CMN) autorizou a constituição de Sociedades, Fundos e Carteiras de Investimento (Anexos I, II e III), voltados para a compra de ações e debêntures no mercado brasileiro. O grande passo neste sentido, porém, ocorreu no governo Fernando Collor de Mello (1990-92), com a edição do Anexo IV à Resolução 1289 (em 1991). Nesta modalidade, instituições financeiras não-residentes podiam adquirir diretamente – isto é, sem a necessidade de criação de pessoa jurídica específica para este fim – qualquer tipo de título de renda variável negociado no mercado brasileiro.

No campo da desregulamentação bancária, a Resolução 1524 (Setembro/1988) autorizou a formação de bancos universais no Brasil, aqui denominados bancos múltiplos.⁷ Além de permitir a expansão da atividade de bancos e instituições não-bancárias para novas áreas, a Resolução 1524 extinguiu, para esses bancos, praticamente todas as antigas vinculações obrigatórias entre fontes de captação e aplicação, mantendo apenas três delas: captações via cadernetas de poupança, parcialmente vinculadas ao crédito imobiliário; recolhimentos compulsórios sobre depósitos a vista, parcialmente vinculados ao crédito rural; e empréstimos de bancos estrangeiros, destinados a repasses a empresas no país.

A abertura financeira ganhou, indiretamente, novo impulso no governo Itamar Franco (1992-94), com a adoção de uma política contínua de juros reais positivos e elevados, que visava, explicitamente, a atração de capital externo. Em 1993, o mercado de títulos de renda fixa (públicos e privados) foi também aberto

(6) Para exposições detalhadas da implementação da política de liberalização financeira no Brasil, ver Freitas (1999), Hermann (2002a e 2005) e Sicsú (2006).

(7) Pelas novas regras, quatro tipos de instituições poderiam se fundir em uma única pessoa jurídica, formando um banco múltiplo: bancos comerciais, bancos de investimento, financeiras e associações de poupança e empréstimo. A classificação como múltiplo, contudo, não exige a atuação simultânea do banco nos quatro segmentos, mas apenas em dois, sendo, pelo menos um deles, o de banco comercial ou de investimento.

ao capital estrangeiro (Anexo VI à Res. 1289), e em 1994 dois outros fatores completaram o esforço de reintegração do país ao mercado financeiro internacional: a conclusão do longo processo de renegociação da dívida externa brasileira, com base no Plano Brady, e a adesão ao Acordo de Basileia (Res. 2099/94), pelo qual os Bancos Centrais dos países signatários se comprometem a instituir a exigência de uma relação mínima entre o capital próprio dos bancos locais e seu ativo ponderado pelo risco, observando o piso de 8% exigido pelo BIS (Bank for International Settlements), formulador do Acordo.⁸

O Acordo de Basileia é um dos primeiros componentes de uma extensa rede de regulamentação prudencial de controle dos riscos bancários, que se desenvolveu paralelamente ao processo de liberalização financeira. Essa tendência foi, em grande parte, estimulada pelo BIS, refletindo o reconhecimento dos riscos que acompanham esse processo, mas assumiu contornos específicos em cada país, de acordo com os problemas bancários enfrentados após a liberalização. No Brasil, como veremos, não foi diferente: à medida que avançou a política de liberalização, seus riscos vieram à tona e ensejaram uma série de medidas de regulamentação prudencial.

Na primeira metade dos anos 1990, foram iniciadas ainda duas outras linhas de política do modelo de liberalização: ampliação do grau de abertura comercial (liberação de importação de produtos antes vetados e redução de tarifas) e ajuste fiscal. Este último foi apoiado no Programa Nacional de Desestatização (1990), em reformas administrativas (redução do número de funcionários públicos) e, principalmente, no contingenciamento de despesas, combinado à indexação de tributos (Bacha, 1994). Além da precariedade do ajuste fiscal, a grande lacuna desse período foi a estabilização de preços, diante do retumbante fracasso do Plano Collor (1990).

Somente no primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-98) consolidou-se o processo de estabilização monetária, obtida com o Plano Real. Como um plano de estabilização baseado em âncora cambial, o Plano Real foi, todo o tempo, acompanhado de novas medidas de abertura comercial e financeira, reconhecidamente essenciais ao sucesso deste tipo de plano.⁹ É desse período também o primeiro conjunto de medidas de regulamentação prudencial pós-liberalização no Brasil – entre elas, a criação do seguro de depósitos (aqui denominado Fundo Garantidor de Créditos) e o aumento do percentual mínimo da

(8) A Res. 2099/94 fixou a relação capital/ativo mínima em 8%. Em junho de 1997 este percentual foi elevado para 10% (Res. 2399) e em novembro do mesmo ano para 11% (Circ. Bacen 2784).

(9) Ver, a respeito, Bruno (1991) e Hermann (1999).

regra de Basileia (de 8% para 11% a partir de novembro de 1997) – em resposta aos efeitos da estabilização de preços sobre os riscos de crédito e de liquidez dos bancos (analisados na seção 3).

Nos dois governos seguintes – segundo mandato do Presidente Fernando Henrique (1999-2002) e primeiro de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-06) – não houve mudanças qualitativas ou recuos na política de liberalização financeira no Brasil. Apesar da crise cambial que atingiu o país em 1999 (a ser comentada adiante), ampliou-se o grau de abertura do mercado financeiro brasileiro, reduzindo entraves burocráticos e custos financeiros (basicamente tributos) do ingresso e saída de capitais (Quadro 1). A regulamentação prudencial foi também reforçada nesse período – como se mostrará na seção 3.

Contudo, a crise cambial foi seguida por mudanças na política macroeconômica que, finalmente, completaram o “enquadramento” da economia brasileira ao modelo de liberalização, a saber: a) a política de ampla abertura financeira e comercial foi mantida e, no primeiro caso, até aprofundada; b) a âncora cambial foi substituída pelo regime de câmbio flutuante; c) a política monetária passou a ser regida por um modelo de metas de inflação; d) a política fiscal passou a ser orientada por um modelo de metas de superávit primário e, a partir de meados de 2000, também pela Lei de Responsabilidade Fiscal, que institucionalizou, para as três esferas de governo, regras de conduta para a formulação e execução orçamentária, visando controlar, de forma permanente, o endividamento do setor público.

Quadro 1
Medidas de liberalização financeira após a crise cambial (1999-2006)

Documento	Medida
Circular 2927, 08/09/99	Reduz a alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos a vista para 65% (era de 75% desde janeiro de 1997), depois para 55% (Circular 2969, 14/03/2000) e para 45% (Circular 2983, 07/06/2000), acrescido de 8% na forma de títulos públicos federais.
Comunicado 6565, 18/01/99	Define o regime cambial brasileiro como de livre flutuação.
Resolução 2588, 25/01/99	Unifica as posições de câmbio dos segmentos comercial e flutuante para fins de contabilização das posições comprada e vendida em câmbio das instituições financeiras.
Resolução 2689, 26/01/2000:	Altera a regulamentação dos investimentos estrangeiros, extinguindo os Anexos à Resolução 1289/87, à exceção apenas do Anexo III (Carteira de Investimento - Capital Estrangeiro). Exige-se apenas o cadastramento prévio do investidor junto ao Bacen (para investimentos na área bancária) ou à CVM (para investimentos direcionados ao mercado de capitais).

Continua...

Quadro 1 – Continuação

Documento	Medida
Resolução 2770, 30/08/00	Revoga e substitui a antiga Resolução 63/67. As operações de repasse de recursos externos passam a ser regidas pelos seguintes critérios: a) são liberadas as captações destes recursos sem a prévia autorização do Bacen, exceto se o tomador do empréstimo no Brasil for o setor público; b) os recursos podem ser captados por meio de empréstimos ou emissão de títulos no exterior; c) os recursos captados devem ser aplicados em empréstimos no país, mas são autorizadas operações de repasse interfinanceiro para instituições financeiras da mesma espécie da tomadora dos recursos no exterior; d) o banco repassador deve conceder ao tomador doméstico idênticas condições de custo da dívida originalmente contratada em moeda estrangeira, sendo autorizada apenas a cobrança de comissão de repasse.
Resolução CMN 3265, 06/03/05	Extingue a distinção entre Mercado de Taxas Livres e Mercado de Taxas Flutuantes, fundindo os dois em um único Mercado de Câmbio, para todos os efeitos (registro e operações).
Lei 11312, 27/06/06	Conversão da MP 281, 15/02/06: Reduz a zero as alíquotas de Imposto de Renda e da CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira) sobre novos investimentos de não residentes em: títulos públicos federais, exceto operações compromissadas; Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE); FI em Participações (FIP); e FI em Cotas de FIP (venture capital).
Resolução CMN 3382, 29/06/06	Faculta a bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos com carteira comercial ou de investimento, bancos de desenvolvimento e caixas econômicas o acolhimento de empréstimos em reais, de organismo financeiro multilateral autorizado a captar recursos no mercado brasileiro, sendo estes recursos, obrigatoriamente, direcionados para empreendimentos privados produtivos no território nacional.
Resolução CMN 3389, 04/08/06, e Circular Bacen 3325, 24/08/06	Conversão da MP 315 (03/08/06). Fixa em no máximo 30% (...) da receita de exportação o valor que os exportadores brasileiros (...) podem manter no exterior. A parcela restante (70%) fica sujeita à obrigatoriedade de ingresso no Brasil, porém, sob regras mais flexíveis e de melhor adaptação à realidade atual. Caso haja interesse na manutenção de recursos no exterior acima do limite de 30%, o exportador tem a faculdade de celebrar (...) operações simultâneas de câmbio, com a mesma instituição bancária e à mesma taxa de câmbio, sem emissão ou recepção de ordens de pagamento para e do exterior. Amplia o prazo de liquidação dos contratos de câmbio de exportação, de até 210 dias, para 360 dias, ficando, assim, igual ao prazo de liquidação dos contratos de câmbio de importação.
Resolução CMN 3412, 27/09/06	Altera a Res. 3265/05: Eliminou a restrição para aplicação no exterior, no mercado de capitais e de derivativos, por parte de pessoas físicas e jurídicas em geral. Revoga as Res. 1968/92, 2356/97 e 2763/00, uma vez que esta norma engloba todas as aplicações brasileiras no exterior, sem os requisitos específicos que aqueles normativos exigiam.

Fonte: Bacen. Relatórios Anuais.

2 O SFB nos anos 1990-2006: principais tendências

2.1 Observações preliminares

Para a análise do SFB, os anos 1990-2006 foram divididos em cinco subperíodos, cujos anos iniciais ou finais marcam alguma mudança importante para a economia brasileira (com reflexos no SFB). São eles:

a) O ano de 1989, como marco inicial, isento dos possíveis efeitos da liberalização financeira. O perfil dos indicadores do SFB neste ano-base é, naturalmente, de fraco desempenho, em termos de volume e formas de alocação de crédito, face ao cenário de extrema instabilidade macroeconômica da época, marcada ainda pelos efeitos da crise da dívida externa.

b) O período 1990-94, que cobre os primeiros anos de implementação do modelo de liberalização, mas é ainda marcado pela alta inflação. Neste, o perfil esperado é de alguma reação positiva do crédito nos mercados bancário e de capitais, mas ainda inibida pela inflação. No caso do mercado de capitais, devido à grande discrepância entre os dados, que torna a operação com médias não recomendada, este período foi ainda subdividido em três: 1990, como ano inicial, face à indisponibilidade de alguns dados para o ano de 1989; 1991, cujos indicadores são muito discrepantes do restante do período; e 1992-94, como referência para os primeiros anos da liberalização, que começam a mostrar os efeitos da maior abertura do mercado, proporcionada pela edição do Anexo IV.

c) O período 1995-98, durante o qual se consolidou a estabilidade de preços com base em um regime de âncora cambial no Brasil, cujos principais reflexos para o mercado financeiro foram: a relativa estabilidade da taxa de câmbio; as altas taxas de juros reais; e o “encolhimento” do número de bancos em operação no país, com a saída do mercado daqueles que se sustentavam, quase que exclusivamente, com as receitas de *floating*, típicas do período de alta inflação.¹⁰ Este período, em tese, deve refletir de forma mais intensa a expansão do crédito bancário e do mercado de capitais esperada pelos defensores e simpatizantes da política de liberalização financeira. No entanto, o “brilho” desta fase no Brasil foi um pouco ofuscado pela crise cambial asiática deflagrada em 1997 e por seus reflexos na economia mundial e nos mercados emergentes, em particular.

d) O período 1999-2003, caracterizado por forte instabilidade no mercado financeiro internacional (ainda como desdobramento da crise cambial asiática) e fraco crescimento econômico mundial, inclusive no Brasil. Além disso, o ano de 1999 marca a eclosão da crise cambial brasileira. O perfil esperado de

(10) Sobre os reflexos do Plano Real no setor bancário brasileiro, ver Barros e Almeida (1997) e Carvalho (1998).

comportamento do SFB, neste período, é de recuo dos indicadores de oferta e de condições gerais de crédito.

e) O triênio 2004-06, que se distingue do período anterior pela sensível melhora do cenário externo (retomada do crescimento, baixas taxas de juros e ampla liquidez internacional), com reflexos positivos para a economia brasileira em geral e, possivelmente, para o SFB.

Visando contextualizar o ambiente econômico do período em análise, a Tabela 1 apresenta indicadores macroeconômicos selecionados que, comumente, condicionam as operações no mercado financeiro. Os dados relativos ao crédito bancário e ao mercado de capitais são apresentados nas respectivas seções que os analisam.

Tabela 1
Brasil – Indicadores macroeconômicos selecionados
Médias Anuais por Período ⁽¹⁾ – 1990-2006

Indicadores	Taxas (% a.a.)					Contas Públicas (% PIB)			Contas Ext. (US\$ Bilhões)			
	Períodos	PIB Cresc. Real	Investim./ PIB	Inflação (IPCA)	Selic Real ⁽²⁾	Câmbio Var. Real ⁽²⁾	NFSP ⁽³⁾		Dív. Líq. do Set. Público	Conta de Capital Saldo	Trans. Correntes	
Nominal							Primário	Saldo			% PIB	Bal. Com.
1990-94	1,3	19,4	1.158	13,1	14,5	38,9	-3,4	34,5	6,8	-0,3	0,0	12,1
1995-98	2,4	17,4	9,4	21,9	-0,9	6,8	0,2	32,4	29,6	-26,4	-3,4	-5,6
1999-03	1,9	16,2	8,9	10,9	11,7	6,4	-3,5	48,3	15,4	-15,2	-2,8	7,7
2004-06	4,1	16,2	5,5	10,7	-15,5	2,6	-4,1	46,1	-0,2	13,0	1,5	41,6

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados de Bacen, Boletim Mensal, diversos números. Notas: (1) Média geométrica para as taxas de variação (PIB, inflação e câmbio); média aritmética simples para os demais indicadores. (2) Selic (acumulada no ano) e taxa de câmbio (média do ano) deflacionadas pelo IPCA anual. (3) NFSP = necessidade de financiamento do setor público consolidado: (-) = superávit.

2.2 Crédito bancário

Como mostra a Tabela 2, a relação “Crédito/PIB” cresceu de forma moderada e descontínua nos anos 1990-2006. Inicialmente, elevou-se de 24% em 1989 para 29% nos períodos 1990-94 e 1995-98, impulsionada pela retomada do crescimento econômico no país (entre 1993-95) e pela estabilização de preços, a partir de 1995. A retração e instabilidade da economia brasileira no período 1999-03 foi acompanhada do retorno da relação “Crédito/PIB” aos níveis de 1989. No triênio 2004-06 observa-se novo aumento, para 28%. Considerando ser este um período de retomada do crescimento econômico no Brasil, o baixo nível desta relação – que, em países com mercado de crédito bem desenvolvido, situa-se na faixa de 60% a 100% – indica que a política financeira dos anos 1990-2006 não

foi capaz de tornar o crédito bancário um forte aliado do desenvolvimento no Brasil.

Tabela 2
Operações de crédito no Brasil – Indicadores selecionados
Médias anuais por período – 1989-2006

Período	Nº de Bancos			Indicadores de Crédito									
	Total	Comerciais	Múltiplos	Créd./ PIB (%)	Origem (%)		Total (%)	Destino (%)					
					Créd. Públ.	Créd. Priv.		Indústria	Comércio	Habituação	Pess. Física	Setor Públ.	Outros
1989	179	66	113	24,1	69,3	30,7	100,0	16,4	4,3	35,8	2,5	27,8	13,2
1990-94	232	40	192	28,5	61,8	38,2	100,0	21,8	7,9	24,1	4,1	22,4	19,6
1995-98	223	34	189	28,9	54,1	45,9	100,0	24,8	11,1	19,4	10,7	12,4	21,6
1999-03	179	25	154	24,4	41,2	58,8	100,0	28,6	10,3	11,0	20,9	4,2	25,2
2004-06	160	22	138	27,7	37,2	62,8	100,0	23,5	10,8	4,9	30,2	3,3	27,3

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Bacen: Relatório de Evolução do SFN e Séries Temporais.

Na distribuição por setor de destino, o único cuja participação no crédito total cresceu de forma significativa, contínua e bastante acelerada a partir de 1995 foi o crédito a pessoas físicas, que saltou de 2,5% do total em 1989 para 30% em 2004-06. Esta, porém, é uma modalidade de crédito cujos prazos, em geral, são relativamente curtos (1 a 2 anos no máximo, exceto no financiamento de automóveis) e cuja dinâmica não é determinante do crescimento econômico, mas subordinada à ele. O crédito à indústria que, além de capital de giro (de curto prazo) envolve também, em tese, financiamentos de prazos mais longos, cresceu de forma lenta e contínua até 1999-03 (29% do total, ante 16% em 1989), mas recuou em 2004-06 (para 24%). Ainda com relação ao destino do crédito, uma mudança negativa que chama atenção é o contínuo e forte encolhimento da participação do setor habitacional – um dos grandes desafios nos países em desenvolvimento –, que “desaba” de 36% para 5% do total entre o primeiro (1989) e o último período (2004-06) de nossa análise.¹¹

O prazo médio dos empréstimos a pessoas jurídicas, destinados à aquisição de bens – que pode ser tomado como indicador, ainda que precário, do financiamento bancário à formação bruta de capital fixo – mantém-se inferior a 300 dias no período 2000-05 (Souza, 2006, p. 113), sugerindo, tal como os indicadores anteriores, persistência do perfil curto-prazista do crédito no Brasil.

A pretendida redução da participação dos bancos públicos no setor bancário foi obtida: o crédito de origem pública reduziu continuamente sua

(11) Os dados anuais mostram que este processo de queda, embora contínuo, foi intensificado a partir de 2001, quando a participação do crédito à habitação cai a 7% do total, ante 17% no ano anterior.

participação no crédito total (de 69% em 1989 para 37% em 2004-06), sendo este espaço ocupado pelo crédito privado. Contudo, diante dos indicadores anteriores, isto, claramente, não teve como contrapartida um maior engajamento dos bancos privados no financiamento do desenvolvimento, o que deveria implicar aumento sensível da relação “Crédito/PIB”, impulsionada pelo crédito à indústria, serviços e habitação, e alongamento dos prazos médios das operações.

A relativa estagnação do crédito nos anos 1990-2006 foi acompanhada de mudança estrutural no setor bancário, no sentido da concentração do mercado em bancos privados e estrangeiros. Essa mudança se expressa na sensível redução do número de bancos em operação no país, especialmente a partir de meados dos anos 1990; na drástica redução da participação dos bancos públicos no crédito total (Tabela 2) e no ativo total do sistema bancário; e no concomitante aumento da participação dos bancos privados nacionais e estrangeiros nestes mesmos itens (Tabela 3).

Tabela 3
Sistema bancário brasileiro: ativo total e operações de crédito por controle acionário (%) – 1993-2006 – Anos selecionados

Período ⁽¹⁾	Ativo Total			Total	Operações de Crédito		
	Bancos Públ.	Bancos Priv. ⁽²⁾	Bancos Estrang. ⁽³⁾		Bancos Públ.	Bancos Priv. ⁽¹⁾	Bancos Estrang. ⁽²⁾
1993	50,8	40,8	8,4	100,0	nd	nd	nd
1998	47,2	38,6	14,2	100,0	nd	nd	nd
2002	41,5	32,6	25,9	100,0	37,4	36,9	25,7
2006	30,0	47,9	22,1	100,0	32,6	41,1	26,3

Notas: (1) Dezembro de cada ano, exceto para 2002 (dado de junho). (2) Inclui bancos nacionais com participação estrangeira. (3) Inclui bancos com controle estrangeiro e filiais de bancos estrangeiros.

Fonte: Bacen (1998), para 1993 e 1998; Bacen (2002), para 2002; Bacen (2007), para 2006.

A fraca expansão do crédito no período em análise, porém, não pode ser atribuída a dificuldades financeiras do setor. Por um lado, há, de fato, nítida redução do número de bancos em operação no país a partir de 1995: o SFB perde 71 bancos (31% do total antes existente) entre 1990-94 (auge da expansão bancária apoiada nos ganhos de *floating*) e 2004-06, sendo 54 deles classificados como bancos múltiplos (perda de 28%). No entanto, esta redução não reflete um “encolhimento” do setor, mas sim, como observado, um processo de concentração

bancária por meio de fusões e aquisições lideradas por bancos privados nacionais, cujos indicadores de eficiência apresentaram até melhora após este processo (Faria; Paula; Marinho, 2007).¹² Outro indicador dessa solidez são os índices de Basileia do sistema bancário brasileiro, que sempre se mantiveram acima do mínimo exigido, oscilando entre 15% e 19% nos anos 2001-06 (Bacen, 2007, cap. 2, p. 39). Por fim, há ainda o fato, amplamente conhecido, de que os *spreads* bancários praticados no Brasil têm sido, sistematicamente, muito superiores à média internacional, situando-se em torno de 40 pontos percentuais (p.p.) ao ano (sobre a taxa básica de juros) nos anos 2000-06, ante médias inferiores a 10 p.p. em países industrializados, e da ordem de 20 p.p. em outros países em desenvolvimento (Silva; Oreiro; Paula, 2007, p. 201-02).

A julgar por esses indicadores, não havia impedimentos de natureza microeconômica à expansão e alongamento do crédito bancário no país, especialmente nos anos 2000. Contudo, até 2006, os bancos privados nacionais, embora bem capitalizados, não demonstraram grande interesse em ocupar ou expandir-se para o segmento de crédito de longo prazo. É bem verdade que, na “era da liberalização”, observa-se uma tendência do financiamento de longo prazo desenvolver-se, predominantemente, pela via do mercado de capitais, e não do crédito bancário – tendência conhecida como “desintermediação financeira”. No Brasil, porém, como se discutirá adiante, esta tendência não parece ainda bem estabelecida.

2.3 Mercado de capitais

No mercado de capitais, como previsto anteriormente, os efeitos da liberalização financeira foram inibidos, até 1994, pelo quadro de alta inflação, só se fazendo sentir de forma mais clara a partir da estabilização de preços (Tabela 4).

(12) Os autores analisam três indicadores de eficiência: de intermediação, uma espécie de medida de produtividade dos bancos no uso de “insumos” (pessoal, depósitos, etc.) para a “produção” de crédito; de resultados, que “avalia a eficiência do banco em gerar receitas a partir de suas despesas” (p. 141); e de escala, que avalia efeitos da expansão do ativo do banco sobre seus indicadores de eficiência. Concluem que: “As F&As proporcionaram um aumento na eficiência de intermediação dos bancos compradores (...). Essa melhoria (...) foi mais acentuada no caso dos bancos privados nacionais.” Quanto aos resultados, observou-se “uma melhoria significativa (e num período mais recente) apenas nos casos do Itaú e do Bradesco. Note-se, contudo que esses resultados não significam que os demais bancos analisados tiveram um desempenho pobre em termos de geração de lucros (...). A eficiência de escala, por sua vez, mostrou que os bancos analisados foram capazes de aumentar seus tamanhos sem que isso implicasse rendimentos decrescentes de escala.” (p. 151-52).

Tabela 4
Mercado de Capitais Brasileiro – Indicadores Seleccionados
Médias Anuais Por Período – 1990-2006

Período	Nº de Cias. Abertas	Capitalização			Emissões Primárias ⁽¹⁾		
		US\$ Mi		Relativa	Nº de Oper. (A)	Valor (US\$ Mi) (B)	(B)/(A)
		Total	Por Cia.	(% do PIB)			
1990	823	32.181	39	nd	142	11.108	78,2
1991	799	35.380	44	7,9	126	34.143	271,0
1992-94	757	101.185	134	22,8	116	3.413	29,5
1995-98	918	206.460	225	25,2	271	16.633	61,4
1999-03	833	177.837	214	38,6	205	8.036	39,2
2004-06	644	419.394	651	63,3	333	27.857	83,7

Nota: (1) Inclui: ações; debêntures; notas promissórias; certif. de invest. audiovisual; certif. de recebíveis imobiliários; tít. de invest. coletivo; e quotas de: fundos de invest. (FI) imobiliário, FIDC, FI em participações e FMIEE.

Tabela 4 – Continuação

Período	Mercado Secundário – Bovespa (US\$ Mi)							
	Cias./ Ações Neg.(C)	Valor Negoc. (D)	(D)/(B)	(D)/(C)	Investimento Externo			
					Compra (E)	Venda (F)	Saldo	% de (D) ⁽²⁾
1990	579	4.731	0,4	8,2	nd	nd	nd	nd
1991	570	8.440	0,2	14,8	428	96	332	3,1
1992-94	555	48.339	14,2	87,1	12.704	9.189	3.515	22,6
1995-98	545	139.589	8,4	256,2	33.074	32.516	558	23,5
1999-03	440	75.722	9,4	172,1	17.641	17.127	514	23,0
2004-06	356	181.950	6,5	511,2	61.198	59.831	1.367	33,3

Nota: (2) Para o cálculo da participação de investidores estrangeiros, a soma de suas compras e vendas foi dividida pelo dobro do volume total negociado, já que, no agregado, este contabiliza apenas as compras, ou apenas as vendas, cujos valores são, necessariamente, iguais. A divisão pelo dobro do volume negociado é necessária para evitar superestimativa do peso dessas operações na Bolsa.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de: CVM, Informativo CVM, diversos números; *World Development Indicators*, para capitalização relativa entre 2003-06 (apud *Valor Econômico*, 11 jan. 2007, p. B3).

No triênio 1992-94, o número de companhias abertas e as emissões primárias mantiveram-se retraídos, mas a política de abertura financeira que precedeu a adoção do Plano Real (edição do Anexo IV, política de juros reais positivos, melhora nas contas públicas e renegociação da dívida externa) teve

efeitos visíveis no mercado secundário, embalado pelo forte ingresso de capital: a) o volume negociado nesse segmento saltou de US\$ 8,4 bilhões em 1991 para a média anual de US\$ 48,3 bilhões no triênio 1992-94; b) a participação das operações externas nesses negócios saltou de 3% para 23% e o índice de capitalização relativa do mercado, de 8% para 23% do PIB no mesmo período; c) estes dois últimos indicadores mantiveram-se no novo patamar ou acima dele daí em diante; d) o número de companhias negociadas na Bolsa caiu, mas, diante da “explosão” dos negócios no mercado secundário, o valor médio negociado por empresa quintuplicou em relação a 1991.

Embora, ao ampliar a liquidez dos ativos negociados, um mercado secundário dinâmico possa ser um importante aliado do desenvolvimento do mercado primário de capitais, a expansão desse segmento no período 1992-94 no Brasil foi muito pouco (ou nada) salutar, porque se deu em total descompasso com o mercado primário. A relação entre os volumes negociados nos dois segmentos (secundário/primário) elevou-se ao arriscado nível de 14,2 vezes (ante 0,3 no biênio 1990-91), denotando o caráter altamente especulativo da expansão do mercado no triênio 1992-94, movida, prioritariamente, pela busca de ganhos de capital no curto prazo. Este é um perfil de expansão típico de mercados de capitais “imatuross”, cujos títulos não inspiram a confiança necessária para a espera de rendimentos (dividendos) no longo prazo.

O período 1995-98 marca uma fase de crescimento mais saudável, quando comparado às médias anuais do triênio 1992-94: a) o número de companhias abertas cresceu 21%, para 918; b) as emissões primárias atingiram US\$ 16,6 bilhões ao ano, com crescimento de 387%; c) o número de emissões e o valor médio por operação foram duplicados; d) os volumes médios anuais negociados na Bovespa saltaram para US\$ 140 bilhões anuais – um aumento de 189% em relação ao período anterior; e) o número de empresas negociadas na Bovespa reduziu-se um pouco, mas, face ao forte aumento do total negociado, o valor dos negócios por empresa quase triplicou; f) o aumento mais acentuado das emissões primárias contribuiu para uma melhora sensível de outro indicador, a saber: a relação entre os volumes negociados no mercado secundário e as emissões primárias caiu para 8,4 vezes em 1995-98, denotando um mercado menos especulativo.

Apenas o saldo médio anual dos investimentos externos na Bovespa teve queda no período 1995-98 – em grande parte, explicada pelo forte ingresso líquido de capital no período anterior. Contudo, isto não significou redução da atuação de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro, já que os volumes de compra e venda praticamente triplicaram no período. Esta tendência, como se viu, teve início e foi ainda mais acentuada no período anterior, como reflexo da política de abertura financeira. Nos anos 1995-98, a participação das operações externas na

Bovespa cresceu apenas moderadamente (um ponto percentual), assim como o índice de capitalização relativa do mercado (para 25% do PIB).

Essa fase expansiva do mercado brasileiro de capitais, porém, foi interrompida no período 1999-2003 como reflexo da crise cambial brasileira e de seus desdobramentos. Eis alguns indicadores: a) o número de companhias abertas reduziu-se para 833; b) as emissões primárias caíram à metade da média anual de 1995-98; c) o número e o valor médio das emissões caíram, respectivamente, 24% e 36%; d) os volumes médios anuais negociados na Bovespa se contraíram em cerca de 50% no mesmo período; e) o número de empresas negociadas na Bolsa e o valor médio por empresa caíram, respectivamente, 19% e 33%; f) a relação entre os volumes negociados nos segmentos secundário e primário do mercado elevou-se moderadamente (para 9,4 vezes); g) o saldo médio anual dos investimentos externos foi mantido, mas os volumes de compra e venda caíram também à cerca de metade dos registrados no período anterior; h) face à proporcionalidade da queda relativa dos volumes totais negociados e dos investimentos externos (cerca de 50% em ambos), o peso destes últimos nos negócios da Bovespa se manteve estável em 1999-03 (em 23%). O único indicador que não sofreu retração nos anos 1999-03 foi o de capitalização relativa, que atingiu 39% do PIB (ante 25% no período anterior), em parte, por influência da própria queda da taxa de crescimento do PIB no período.

O período 2004-06 marca nova fase expansiva do mercado no Brasil, impulsionada pela melhora no cenário macroeconômico internacional e doméstico: a) as emissões primárias mais que triplicaram em relação ao período anterior, com média anual de US\$ 28 bilhões, ultrapassando em muito a média do último período de expansão (1995-98); b) esse movimento foi impulsionado tanto pelo aumento do número (de 62%) quanto do valor médio das emissões (de 113%); c) a relação entre os negócios no mercado secundário e as emissões primárias registrou “saudável” queda, para 6,5 vezes; d) os volumes negociados no mercado secundário mais que dobraram em relação ao período anterior, atingindo a média de US\$ 182 bilhões; e) este movimento foi, em grande parte, explicado pela forte retomada dos investimentos estrangeiros, cujas compras e vendas mais que triplicaram em relação ao período 1999-03; f) com isto, a participação estrangeira na Bovespa atingiu o recorde de 33%; g) a capitalização relativa também registrou um recorde histórico no período, chegando a 63% do PIB, embora este seja ainda um índice baixo, frente aos padrões de países com mercados de capitais bem desenvolvidos, que beiram, ou ultrapassam, os 100%.

Os únicos indicadores que mostraram recuo no período 2004-06 foram o número de companhias de capital aberto e o número de companhias negociadas na Bolsa: estes tiveram queda de 23% e 19%, respectivamente, em relação às médias de 1999-03, que já foi um período de retração do mercado. No entanto, diante dos

demais indicadores positivos do período – em especial, o aumento das emissões primárias e dos índices de capitalização – a queda no número de empresas em 2004-06, ao contrário do período anterior, não denota retração, mas sim um movimento de concentração do mercado: o valor de mercado médio das companhias de capital aberto e o valor médio dos negócios por empresa triplicaram em relação ao período anterior. Além disso, como já observado, o valor médio das emissões primárias mais que dobrou em relação ao do período 1999-03.

Esse movimento de concentração não é novo, tendo acompanhado todas as fases de expansão do mercado de capitais brasileiro a partir dos anos 1990. Esta, porém, não é uma tendência muito saudável em mercados de capitais emergentes, já que, idealmente, o desenvolvimento destes deveria ser acompanhado de um processo de “democratização”, em dois sentidos: a) do lado da oferta de títulos, pelo maior acesso das empresas aos segmentos primário (gerador de recursos novos) e secundário (gerador de liquidez para os títulos emitidos) do mercado, inclusive, ou especialmente, as de menor porte – afinal, um traço comum a mercados de capitais “estritos” é exatamente a assimetria do acesso das empresas, sendo as de menor porte menos atendidas ou mesmo excluídas desse mercado; b) do lado da demanda de títulos, pelo aumento do número e diversificação de investidores, atraindo também os de menor porte – a maior pulverização das aplicações reduz os riscos para os investidores, assim como o potencial de risco sistêmico do mercado.

Os indicadores aqui analisados mostram que aquela democratização do lado da oferta caracteriza apenas em parte a expansão recente do mercado brasileiro: o acesso ao mercado de capitais foi ampliado, mas não para empresas de porte médio ou pequeno. Todas as fases de expansão pós-liberalização foram acompanhadas de significativo aumento do valor médio das operações por companhia, tanto no mercado primário quanto no secundário. Do lado da demanda, dados da Bovespa (disponíveis apenas a partir de 2001) mostram uma tendência à substituição relativa das instituições financeiras por pessoas físicas e investidores institucionais – que, em última instância, representam também investidores de pequeno porte – no mercado secundário (Tabela 5). Juntos, estes dois grupos concentraram, em média, 53% do fluxo de negócios (compras e vendas) na Bolsa no período 2004-06, ante 43% no período 2001-03. Assim, parece estar em curso um processo assimétrico de democratização do mercado de capitais no Brasil: por um lado, pequenos investidores começam a ter acesso aos (e interesse nos) ativos nele negociados, pulverizando, em certa medida, a propriedade do capital; o mesmo, porém, não ocorre do lado da oferta de ações, cada vez mais concentrada em grandes operações, típicas de empresas de grande porte.

Tabela 5
Mercado de capitais brasileiro: distribuição do fluxo de negócios ⁽¹⁾ por tipo de investidor – Médias anuais por período – 2001-06

Investidores	Pessoas Físicas			Invest. Institucionais			
	Total	Indiv- duais	Club. de Invest.	Total	Cias. Seguro	F. de Pensão	F. e Club. Invest.
Período							
2001	20,5	nd	nd	17,3	0,6	3,6	13,0
2006	24,6	22,2	2,4	27,2	0,2	2,1	25,0
2001-03	21,9	nd	nd	21,4	0,5	3,7	17,1
2004-06	25,8	23,6	2,2	27,6	0,2	2,8	24,6
Investidores	Invest. Estran- Geiros ⁽²⁾	Empr. Públ. e Priv.	Instit. Financ.			Outros	Total Geral
			Total	B. Com. e Múlt.	B. Invest., Corret./Dtm		
Período							
2001	25,1	3,0	34,0	15,1	18,9	0,2	100,0
2006	35,5	2,2	10,4	10,4	0,0	0,1	100,0
2001-03	25,1	3,3	28,0	13,1	14,9	0,3	100,0
2004-06	31,9	2,5	12,0	8,9	3,0	0,3	100,0

Notas: (1) Inclui operações a vista, a termo e com opções. (2) Pequenas diferenças em relação aos percentuais da Tabela 4 devem-se a arredondamentos, já que a metodologia de cálculo é a mesma nos dois casos.

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br>.

Por fim, é ainda preocupante o fato de que, isoladamente, o grupo de investidores mais atuante no mercado secundário brasileiro durante a expansão de 2004-06 tenha sido o de estrangeiros (com 32% das operações), repetindo o padrão das fases expansivas anteriores (1992-94 e 1995-98), de forte dependência da dinâmica do mercado em relação ao capital externo. Em todas essas fases, a retomada das operações no mercado primário veio a reboque da expansão dos negócios no mercado secundário, sendo esta deflagrada pela forte entrada (em 1992-94) ou retorno (nos demais períodos) do capital externo. Além de um traço típico de mercados pouco desenvolvidos, este é um fator de vulnerabilidade que inibe tanto a emissão de ações pelas empresas quanto sua aquisição pelos investidores, especialmente os de menor porte, face à permanente ameaça de desvalorizações abruptas dos papéis, diante de reveses no mercado internacional.

3 Política financeira, ambiente macroeconômico e o SFB nos anos 1990-2006

Na ausência de testes econométricos apropriados, seria precipitado atribuir qualquer relação de causalidade inequívoca entre a política de liberalização financeira e o comportamento dos indicadores do SFB nos anos 1990-2006. Contudo, ao longo desse período, o fato de ter sido a implementação do “modelo

de liberalização” o principal traço da política financeira no Brasil permite admitir, com relativa segurança, grande influência deste modelo na evolução daqueles indicadores. Por outro lado, a fraca resposta do SFB à política de liberalização convida a uma análise mais qualitativa desta política, bem como do ambiente macroeconômico do período. Este é o objetivo desta seção.

3.1 Ambiente macroeconômico

Na década de 1990 foram removidos dois grandes entraves de natureza macroeconômica à formação de mecanismos privados de financiamento de longo prazo no Brasil: a restrição de capital externo (e, por extensão, a instabilidade cambial) e a alta inflação. Apesar disso, até meados dos anos 2000, a reação do crédito bancário e dos negócios no mercado de capitais foi modesta, como mostram os indicadores analisados.

Diversos fatores contribuíram para a tímida resposta do SFB ao novo modelo de política financeira em curso. Em primeiro lugar, no Brasil, ao contrário do observado em outros países em desenvolvimento, o modelo de âncora cambial foi, desde o início, acompanhado de uma política monetária fortemente restritiva, apoiada em altas taxas reais de juros, elevada taxa de recolhimento compulsório e outros limites diretos ao crédito.¹³ Essa política visava, de um lado, evitar o surgimento de inflação de demanda, que é um risco típico em processos de estabilização. De outro, visava compensar, com superávits na conta de capital, os déficits comerciais e em conta corrente que surgiram poucos meses depois de iniciado o Plano – fruto da já esperada tendência à valorização real do câmbio (também típica de planos de âncora cambial) e da retomada dos pagamentos da dívida externa, a partir da renegociação de 1994. Nessas condições, o crescimento econômico não foi estimulado da forma como se esperava.¹⁴ Assim, os riscos financeiros associados ao fraco crescimento – basicamente, risco de crédito e de mercado – não foram reduzidos com a nova política.

Em segundo lugar, embora o programa de privatização tenha sido quase integralmente implementado durante o primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique, o ajuste fiscal foi revertido justamente neste período. A acentuada redução da inflação anulou o “efeito Tanzi positivo” para o governo, decorrente da combinação de contingenciamento de despesas com indexação de tributos. O forte aumento das despesas da previdência social (impulsionadas pelo temor da reforma em discussão, que acelerou o ritmo dos pedidos de aposentadoria) contribuiu também para erodir os superávits primários obtidos no período 1990-94 (Giambiagi, 2005). Isto, aliado ao aumento das despesas financeiras, decorrente da

(13) Para uma descrição da política monetária do período no Brasil, ver Hermann (2002a, cap. 8).

(14) Sobre a relação entre crescimento econômico e planos de âncora cambial, ver Kiguel e Liviatan (1992).

política monetária restritiva, fez com que a relação Dívida Pública/PIB voltasse a crescer, mantendo elevado o risco associado a tal cenário – basicamente, risco de juros.

Em terceiro lugar, o Plano Real gerou fragilização bancária no biênio 1994-95, o que, em grande parte, explica a fraca resposta do crédito nos primeiros anos de estabilidade. A estabilização reduziu bruscamente a receita de *floating* dos bancos (ganhos com a aplicação de depósitos a vista e recursos em trânsito), importante fonte de lucro no período de alta inflação. Diversos bancos de pequeno porte que surgiram na década de 1980, atraídos apenas pela possibilidade de exploração de receitas inflacionárias, ficaram, assim, inviabilizados.¹⁵ Esse processo de “enxugamento” do número de bancos já era previsível e não chegou a afetar de forma significativa a capacidade de crédito do SFB. As instituições de pequeno porte liquidadas tinham um papel secundário nessa atividade, já que concentravam suas operações em títulos públicos. No entanto, os bancos médios e grandes, privados e públicos, foram também afetados pela perda do *floating*. Inicialmente, estes encontraram uma compensação no aumento das operações de crédito, estimuladas pela queda da inflação, e nas receitas com serviços bancários (tarifas).

A expansão do crédito nos primeiros meses do Plano Real deu-se, porém, na contramão da política monetária, claramente restritiva. Assim, essas operações eram sujeitas a elevado risco de crédito, não só em razão das altas taxas de juros, mas também, no crédito ao consumidor, devido ao relativo desconhecimento do mercado após mais de uma década de virtual suspensão dessas operações. Esse risco não tardou a se manifestar nos índices de inadimplência das dívidas bancárias, que mostraram tendência ascendente a partir de março de 1995 (Carvalho, 1998). Além disso, embora a rentabilidade dos títulos públicos tenha sido mantida em níveis elevados em termos reais, o forte aumento do recolhimento compulsório reduziu drasticamente a base de recursos (reservas livres) que sustentava as aplicações dos bancos nestes títulos.¹⁶ No início de 1995, dois outros fatores reforçaram a tendência à fragilização bancária: a) a fuga de capital decorrente da crise cambial mexicana, que, diante do regime de âncora cambial, contraiu a base monetária; b) a desvalorização cambial de cerca de 6% em março de 1995, que precedeu a criação do sistema de bandas cambiais no Brasil, em resposta aos efeitos da crise mexicana: isto representou mais uma fonte de “aperto de liquidez” porque, entre 1994-95, o peso das obrigações externas no passivo total era de cerca de 15% nos bancos múltiplos e de 30% nos bancos comerciais (Hermann, 2002a, p. 350-352).

(15) Entre o segundo semestre de 1994 e o final de 1995, 19 bancos dessa natureza foram liquidados pelo Bacen. No período 1996-98, mais 13 saíram do mercado (Bacen, 2001).

(16) No ativo dos bancos múltiplos privados, as reservas compulsórias saltaram de 3,5% para 9,0% e os títulos públicos decresceram de 8,0% para 5,4% entre 1993 e 1994 (Hermann, 2002a, p. 351).

Embora os eventos que conduziram à fragilização fossem de natureza macroeconômica – afetando, portanto, todo o setor – os problemas de liquidez e solvência bancária do período 1994-95 não foram generalizados. Foram particularmente afetados os bancos de pequeno porte, pela razão já apontada, e os públicos federais e estaduais, inclusive alguns de grande porte, por duas razões: a) desde o início dos anos 1990, estes bancos tinham uma dependência maior que os bancos privados com relação às receitas de *floating*; b) desde os anos 1980, seus índices de inadimplência eram, tradicionalmente, maiores que os dos bancos privados, sendo esta tendência agravada no biênio 1994-95.¹⁷ Apenas três bancos privados de grande porte foram fortemente afetados no período: o Banco Nacional, o Banco Econômico (ambos em 1995) e o Bamerindus (1997), que sofreram intervenção do Banco Central (Bacen) e foram depois adquiridos por outros bancos privados. Nestes casos, porém, foi constatado que, além das condições adversas da economia, problemas financeiros antigos e irregularidades na gestão contribuíram para a insolvência das instituições. As falhas de fiscalização então percebidas, muito mais que as perdas efetivas sofridas pelo setor, foram responsáveis pelo clima de crise bancária iminente que marcou a segunda metade de 1995.

Uma crise bancária sistêmica, no entanto, não chegou a se materializar (Carvalho, 1998; Hermann, 2002a, cap. 8), diante da rápida atuação do Bacen, não só através dos meios convencionais usados nestes casos – “socorro de liquidez”, recompra de títulos públicos federais e alívio temporário no recolhimento compulsório – mas também de políticas de reestruturação do setor (analisadas adiante).

Outra razão para a fraca expansão do mercado financeiro brasileiro após a política de liberalização é, em grande parte, inerente a ela. Como já observado, tal como outros planos de âncora cambial, o Plano Real foi, rapidamente, seguido de deterioração do perfil do balanço de pagamentos: os saldos positivos do período (até 1997) eram o resultado da combinação de contas de capital altamente superavitárias e contas correntes altamente deficitárias. Isto denotava elevada vulnerabilidade externa da economia brasileira, apesar (ou por conta) da reversão do quadro anterior, de restrição de capital externo, mantendo alto o risco cambial e, por extensão, o risco de (aumento dos) juros. Como se sabe, esse desequilíbrio

(17) A política monetária do período afetou negativamente a capacidade de pagamento dos devedores de empréstimos habitacionais e rurais, indexados à TR (taxa referencial), cujo cálculo sofre influência da taxa básica de juros. Isto penalizou fortemente a CEF e o Banco do Brasil, onde esses empréstimos tinham elevado peso no ativo, e que, nesta época, já acumulavam um estoque considerável de créditos de difícil recuperação. Nos bancos estaduais, os créditos concedidos aos respectivos governos já eram também um problema antigo, que foi agravado pelos déficits crescentes dos estados (com raras exceções) no período 1994-95. Entre eles, dois de grande porte foram fortemente atingidos: o Banerj e o Banespa, que entraram em “regime de administração especial temporária” (RAET) pelo governo federal, visando à posterior privatização, em dezembro de 1994.

externo culminou com a crise cambial de 1999 que, por sua vez, conduziu à mudança – antes mencionada – no modelo de política macroeconômica (de curto prazo), embora não nos modelos de desenvolvimento (de longo prazo) e de política financeira.

A partir de 1999, com a adoção dos modelos de metas para a inflação e para o superávit fiscal primário, a política macroeconômica no Brasil tornou-se mais previsível, o que, em princípio, reduz os riscos financeiros. Até 2003, porém, embora o novo modelo tenha sido implementado de forma rígida, seus resultados foram medíocres. Os juros reais foram mantidos em níveis elevados, mas as metas de inflação só foram cumpridas em 2000 e, depois, a partir de 2004. Na área fiscal, da mesma forma, embora as metas de superávit primário tenham sido cumpridas com relativa folga, a redução da relação Dívida Pública/PIB, que supostamente resultaria disso, não foi obtida: ao contrário, este indicador se eleva continuamente até 2003. A baixa eficácia da política macroeconômica no campo da inflação e do ajuste fiscal nesse período manteve elevado o risco de juros. Reforço neste sentido era dado pelo elevado risco cambial do período, decorrente da combinação do regime de câmbio flutuante com déficits em conta corrente (até 2002), em meio a um mercado externo ainda retraído. Nesse cenário, o novo modelo de política macroeconômica mostrou-se ainda mais desfavorável ao crescimento que o anterior, mantendo altos os riscos associados à estagnação econômica (riscos de crédito e de mercado).

Os riscos financeiros de natureza macroeconômica só começam a ser reduzidos no Brasil a partir de 2004. No período 2004-06, a retomada do crescimento econômico mundial (liderado pela China e outros mercados emergentes asiáticos) e dos fluxos de capital no mercado internacional, aliada ao aumento dos preços de diversas commodities exportadas pelo Brasil, permitiu sensível recuperação das contas externas do país, reduzindo drasticamente as pressões cambiais (a ponto de gerar uma tendência à apreciação do câmbio) que mantinham elevados os riscos cambial e de juros. Esse novo cenário viabilizou a recuperação do crescimento (inicialmente liderada pelas exportações, com efeitos multiplicadores posteriores sobre a demanda interna), o aumento dos superávits primários (via aumento da arrecadação tributária) e, finalmente, deu início à queda da relação Dívida Pública/PIB. Esses fatores contribuíram para reduzir os riscos cambial, de juros, de crédito e de mercado, o que, em princípio, favoreceria tanto a expansão do crédito bancário quanto dos negócios no mercado de capitais. No entanto, embora o risco de novos aumentos de juros tenha se reduzido nessa fase de “bonança” do mercado internacional, o Bacen não alterou sua política de juros, mantendo a taxa Selic praticamente no mesmo nível dos anos “de tempestade” (1999-03). Manteve-se, assim, um importante e antigo fator inibidor do crédito bancário no Brasil. Em meio ao ambiente macroeconômico um pouco mais

favorável aos investimentos, tal política monetária, aliada a outros aspectos da política financeira dos anos 1990-2000 (analisada a seguir), contribuiu decisivamente para a tendência à desintermediação financeira no Brasil, pela qual o mercado de capitais tende a responder mais intensamente que o crédito bancário aos estímulos e demandas do mercado de bens.

3.2 Política financeira

Além da política de liberalização financeira, descrita em linhas gerais na seção 1, as dificuldades bancárias que se lhe seguiram, na segunda metade dos anos 1990, ensejaram a adoção de uma política de reestruturação do setor no Brasil, cujo principal objetivo era o saneamento do mercado, pela exclusão das instituições menos eficientes (identificadas como aquelas que tiveram dificuldade em sobreviver à estabilização de preços) ou sua incorporação a outras instituições. Os principais instrumentos dessa política foram medidas ou programas de incentivo à concentração bancária, à entrada de bancos estrangeiros e à privatização de bancos estaduais.

A concentração bancária foi estimulada por dois programas de reestruturação: o PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional) e o PROES (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária). O primeiro, criado em fins de 1995, consistiu de uma linha de crédito especial do Bacen, a juros subsidiados, com recursos dos recolhimentos compulsórios, destinada a bancos privados interessados na fusão ou aquisição de outros, especialmente em dificuldades. O PROER garantia ainda alívio temporário da exigência da “regra de Basileia” para os “novos bancos” formados a partir dessas fusões e aquisições. O PROES, criado em 1997, foi uma linha de crédito semelhante, sendo os recursos, porém, utilizados para saneamento e preparação da privatização de bancos estaduais.

Quanto aos bancos estrangeiros, em 1995 (e até 2008) sua operação no Brasil não era ainda regulamentada, dependendo de Lei Complementar (Artigo 192 da Constituição Federal de 1988). No entanto, a Constituição permite a entrada dessas instituições mediante autorização direta do Presidente da República, desde que justificada de acordo com o interesse nacional. Em agosto de 1995, o Ministério da Fazenda editou a Exposição de Motivos 311, declarando que “é do interesse do País a entrada e/ou o aumento da participação de bancos estrangeiros na economia brasileira” (Barros; Almeida Jr., 1997, p. 13). Esses bancos tiveram ainda acesso a recursos do PROER. Entre 1995-98 foram editados 64 Decretos Presidenciais autorizando a entrada ou aumento de capital de bancos estrangeiros no país, ante apenas três no período 1990-94 (Bacen, 1998).

Além da necessidade de reestruturação do mercado, as dificuldades bancárias de 1994-95 evidenciaram a precariedade da supervisão do setor pelo Bacen e a necessidade de se criar novos mecanismos formais de prevenção contra crises sistêmicas. Até então, o país contava com poucos instrumentos dessa natureza, entre eles, regras de provisionamento de créditos duvidosos, capital mínimo para abertura de novas instituições (Reforma Bancária de 1988) e a regra de Basileia. A partir de 1995, diante das dificuldades bancárias que se seguiram ao primeiro *round* de expansão do crédito pós-liberalização no Brasil, foi implementado um conjunto de medidas de reforço da regulamentação prudencial do setor (Quadro 2).

Quadro 2
Principais medidas de reforço da regulamentação prudencial
do Sistema Bancário Brasileiro – 1995-1998

Documento	Medida
Resoluções 2197, 31/08/95, e 2211, 16/11/95	Criação do Fundo Garantidor de Créditos: “[A]ssociação civil sem fins lucrativos, (...) tendo por objetivo dar cobertura de até R\$ 20 mil por titular, a depósitos e aplicações nas hipóteses de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência de instituição que participe do referido fundo. (...) As instituições participantes contribuem com 0,025% do montante mensalmente escriturado relativo aos saldos das contas correspondentes às obrigações objeto de garantia.”
Documento	Medida
MP 1182, 17/11/95 e Lei 9447/97	“... faculta ao Banco Central que, ainda antes da decretação do regime especial, determine aos próprios controladores a adoção de medidas de capitalização da sociedade, transferência do controle acionário e reorganização societária, mediante incorporação, fusão ou cisão.” Além disso, estende “aos controladores a responsabilidade solidária pelos prejuízos que vierem a ser apurados na sociedade.”
MP 1334, 13/03/96; Res. 2267/96; Lei 9447/97	“Institui a responsabilidade das empresas de auditoria contábil ou dos auditores contábeis independentes em casos de irregularidades na instituição financeira. O objetivo (...) é forçar que os auditores externos informem o Bacen sempre que sejam identificados problemas (...)” (Barros; Almeida Jr., 1997, p. 6).
Res. 2302, 25/07/96	“Alterou a legislação que trata da abertura de dependências dos bancos no exterior e consolidou as demonstrações financeiras dos bancos no Brasil com suas participações no exterior” para efeitos de fiscalização do Bacen, de cálculo do capital mínimo exigido (que foi ampliado) e “dos limites operacionais do Acordo de Basileia” (Barros e Almeida Jr., 1997, p. 6).
Res. 2390, 22/05/97	Criação da Central de Risco de Crédito: “[D]isponibiliza ao sistema financeiro informações sobre o montante de crédito tomado e a classificação de cada cliente [para] tomadores de crédito em valor igual ou superior a R\$ 50.000,00.”
Res. 2399, 25/06/97	Aumento da exigência de capital da “regra de Basileia”, de 8% para 10%.
Circular 2784, 27/11/97	Aumento da exigência de capital da “regra de Basileia”, de 10% para 11%.
Res. 2474, 26/03/98	Fixa em 25% do patrimônio líquido do banco o limite máximo de seu capital que pode ser comprometido com um único cliente, inclusive em operações de subscrição e venda de títulos mobiliários.

Fonte: Bacen. Relatórios Anuais.

A partir da crise cambial de 1999, embora, como já observado, a política de liberalização financeira não tenha tido qualquer recuo – sendo, ao contrário, ampliada –, o mercado financeiro brasileiro passou por novo *round* de medidas de regulamentação prudencial. O reforço nesse sentido se deu em três linhas: a) aumento das exigências de instrumentos físicos de controle e compensação de riscos pelos bancos (regra de Basileia, provisões, etc.); b) exigência de adoção de modelos de gestão de riscos pelas instituições financeiras (também como preparação para o II Acordo de Basileia); c) extensão das medidas de controle prudencial de riscos ao mercado de capitais (especialmente, aos fundos de investimento e de pensão e às companhias abertas), acompanhando a criação de novos instrumentos de negociação e tendo por foco a melhora do acesso à informação, do grau de proteção e dos direitos dos investidores, especialmente os minoritários (Quadros 3 e 4).

Quadro 3
Medidas de regulamentação prudencial do Sistema Bancário Brasileiro
Após a crise cambial (1999-2006)

Documento	Medida
Resolução CMN 2607, 27/05/99	Eleva o capital mínimo da regra de Basileia para novas instituições financeiras autorizadas a operar no mercado brasileiro. A relação Capital/Ativo mínima exigida passou a: 32% durante os 2 primeiros anos de operação; 24% do 3º ao 4º ano; 16% do 5º ao 6º ano; 11% a partir do 7º ano. Esta regra não vale para instituições financeiras formadas através de fusões ou aquisições, atuando, assim, indiretamente como um estímulo à concentração bancária.
Resolução CMN 2653, 23/09/99	Limita o crédito ao setor público, em todas as esferas (inclusive empresas estatais e sociedades de economia mista) a 45% do patrimônio líquido ajustado da instituição financeira concedente.
Resolução CMN 2682, 22/12/99	Altera o sistema de provisões contra créditos duvidosos, criando 9 categorias de risco de crédito, com provisões proporcionalmente maiores: AA, sem atraso (provisão 0%); A, atraso até 15 dias (provisão de 0,5%); B, atraso de 15 a 30 dias (provisão de 1%); C, atraso de 31 a 60 dias (provisão de 3%); D, atraso de 61 a 90 dias (provisão de 10%); E, atraso de 91 a 120 dias (provisão de 30%); F, atraso de 121 a 150 dias (provisão de 50%); G, atraso de 151 a 180 dias (provisão de 70%); e H, atraso superior a 180 dias (provisão de 100%).
Resolução CMN 2692, 24/02/2000	Regulamenta o cálculo de capital mínimo exigido das instituições financeiras (regra de Basileia) para cobertura do risco de juros.
Resolução CMN 2804, 21/12/00	Determina às instituições financeiras: a) manter sistemas de avaliação do risco de liquidez a que estão expostas nos mercados financeiro e de capitais; b) estabelecer plano de contingência contendo estratégias de administração de situações de crise de liquidez; c) designar diretor estatutário responsável pela observância do disposto nesta Resolução; d) adequar-se a esta Resolução no prazo máximo de seis meses contados da data de sua entrada em vigor.

Continua...

Quadro 3 – Continuação

Documento	Medida
Decreto 5685, 25/01/06	“Institui o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec), no âmbito do Ministério da Fazenda, com a finalidade de promover a coordenação e o aprimoramento da atuação das entidades de administração pública federal que regulam e fiscalizam as atividades relacionadas à captação pública de poupança popular.” (Bacen, 2006: 208). O Comitê, de caráter consultivo, será formado pelos presidentes (ou dirigentes máximos) e um diretor de cada uma das seguintes instituições: Bacen, CVM, SPC (Secretaria de Previdência Complementar) e SUSEP (Superintendência de Seguros Privados).
Resolução CMN 3380, 29/06/06	Determina que, até 31/12/07, as instituições financeiras reguladas pelo Bacen implementem estruturas de gerenciamento de risco operacional (incluindo identificação, avaliação, monitoramento, controle e mitigação do risco), com vistas ao enquadramento do SFB ao Novo Acordo de Basileia (Basileia II).
Resolução CMN 3400, 06/09/06 e Circ. Bacen 3327, 26/09/06	Altera regras de operação do FGC: a) eleva o valor máximo de garantia do FGC, de R\$ 20 mil para R\$ 60 mil; b) autoriza redução da contribuição mensal das instituições associadas, de 0,025% para 0,0125%; c) inclui, entre os créditos garantidos, o saldo em contas de aposentadorias, pensões e similares, além de contas para pagamentos de salários, ainda que não movimentáveis por cheques.
Resolução CMN 3427, 21/12/06	Determina que a CVM oriente sua atividade de supervisão do mercado de capitais com base em um Sistema de Supervisão Baseado em Risco (SBR), a ser criado, como estabelecido nesta Resolução. O SBR deve contemplar: a) identificação, dimensionamento e proposição de formas de mitigação dos riscos a que se expõe o mercado; b) controle e monitoramento de eventos causadores de risco; c) um Plano Bienal de Supervisão, a ser enviado ao CMN (o primeiro, com prazo limite de 31/12/07); d) um Relatório Semestral de Monitoramento de Riscos.

Fonte: Bacen. Relatórios Anuais.

Quadro 4
Medidas de regulamentação prudencial e novos instrumentos
do mercado de capitais (1999-2006)

Documento	Medida
Instrução (IN) CVM 302, 05/05/99	Altera a regulamentação dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários (FITVM). Exige-se, por exemplo, que os prospectos de divulgação dos fundos contenham, expressamente, informações sobre ativos-alvo, riscos correspondentes, encargos administrativos, operacionais e fiscais do fundo (e, portanto, dos cotistas), além de aviso de que “os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito.” (inciso II, Art. 76, reproduzido no inciso II do Art. 79 da IN 409/2004).

Continua...

Quadro 4 – Continuação

Documento	Medida
Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de GC. Dez/00	Criados pela Bovespa em dezembro de 2000, “o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa [GC] – Nível 1 e Nível 2 [mais exigente] – são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. (...) O Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados (...) são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa”. Os compromissos de GC, estabelecidos em contratos voluntários entre a empresa e a Bovespa, “referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da Companhia e à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente de sua condição de controlador ou investidor.” (Bovespa, 2001).
Lei 10.301, 31/10/01	Nova Lei das S.A. Entre outras medidas: a) limita a concentração de ações de Cias. abertas nas mãos do controlador, obrigando-o a fazer oferta pública de compra das ações remanescentes a partir de certo ponto (e, portanto, ao fechamento do capital da empresa); b) limita a emissão de ações preferenciais (sem direito a voto ou com direitos restritos) a 50% do total de ações emitidas (exceto para as Cias. abertas já existentes, cujo limite é de 2/3).
IN CVM 356, 17/12/01	Regulamenta a constituição de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e de FI em Cotas de FIDC. Os FIDC devem destinar no mínimo 50% de seu patrimônio líquido em DC, definidos como “direitos e títulos representativos destes direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como em outros ativos financeiros e modalidades de investimento admitidos nos termos desta instrução.” Esses fundos “serão classificados ou terão os seus ativos classificados por agência classificadora de risco em funcionamento no país.”
IN CVM 359, 22/01/02	Regulamenta a constituição de Fundos de Índice, com cotas negociáveis em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, cuja carteira busca refletir algum índice específico do mercado financeiro, estreitando, assim, a margem de variação (e, portanto, de risco) do valor das cotas.
IN CVM 391, 16/07/03	Regulamenta a constituição de Fundos de Investimento em Participações (FIP) e de FI em Cotas de FIP. Os FIP destinam recursos à aquisição de ações e títulos de dívida, de qualquer natureza, emitidos por empresas abertas ou fechadas, “participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão (...)”. Define práticas de GC a serem seguidas pelas Cias. fechadas que venham a ser objeto de investimento de um FIP.

Continua...

Quadro 4 – Continuação

Documento	Medida
Resolução CMN 3121, 25/09/03	Altera as normas de aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência complementar. Autoriza e impõe limites máximos à aplicação destes recursos em 4 segmentos do mercado: I. ativos de renda fixa: até 100% do PL na carteira de “baixo risco de crédito” (definida na Res. CMN) e até 20% na carteira de “médio e alto risco de crédito”; II. ativos de renda variável: até 50% do PL, no total do item, com limites inferiores para ativos específicos (50% para ações de empresas do Novo Mercado e do Nível 2 de governança corporativa (GC) da Bovespa; até 45% para ações de empresas Nível 1 de GC; até 35% para ações não listadas nestas categorias); III. imóveis: até 14% do PL entre 2003-05, até 11% entre 2006-08 e até 8% a partir de 2009; IV. empréstimos e financiamentos a participantes: até 15% do PL no conjunto do item e até 10% em financiamentos imobiliários.
Fundo PIBB, Julho/2004	Fundo de Investimento em Papéis de Índice Brasil-50 Brasil Tracker (PIBB), lançado pelo BNDES, é o primeiro fundo de investimento em índice de mercado, regulado pela IN CVM 359/02. O fundo destina-se à aplicação em carteira de títulos e valores mobiliários que visa a buscar resultados semelhantes à performance do IBrX-50 (um dos índices de referência da Bovespa).
IN CVM 409, 18/08/04, complementada pelas INs 411/04; 413/04; 450/07; 456/07	Altera novamente a regulamentação dos FITVM, na mesma linha da IN CVM 302/99, enfatizando a proteção ao investidor. Classifica os FITVM em 7 categorias (Art. 92): I) Fundo de Curto Prazo; II) Fundo Referenciado; III) Fundo de Renda Fixa; IV) Fundo de Ações; V) Fundo Cambial; VI) Fundo de Dívida Externa; VII) Fundo Multimercado. Todos estes fundos, exceto o I e o IV, podem adotar a denominação e critérios de fundo de longo prazo, visando receber o tratamento tributário diferenciado (mais vantajoso) atribuído a este. Define ainda 4 outros tipos de FITVM, com regulamentos próprios: FI destinados a Investidores Qualificados; Fundos Exclusivos, destinados a um único cotista; FI em Cotas de FI; Fundos Previdenciários, destinados à aplicação de recursos de entidades abertas ou fechadas de previdência complementar.
IN CVM 444, 08/12/06	Regulamenta os FIDC-NP (Não Padronizados), definidos como aqueles “cuja política de investimentos permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido”, em DC “de natureza diversa, não enquadráveis no disposto (...) na Instrução CVM nº 356 [acima]”, incluindo créditos vencidos, inclusive originados em entidades públicas (da administração direta ou indireta), de empresas em processo de liquidação judicial, entre outros.

Fonte: CVM. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: jan. 2007.

A política financeira dos anos 1990-2000 elevou o custo do crédito para os bancos, via aumento das exigências de capital mínimo, provisões e sistemas de gestão de risco. Isto, indiretamente, estimulou a concentração bancária, já que aumentos de custos penalizam menos as instituições maiores, que contam com

alguma economia de escala. Além disso, como já observado, a concentração foi diretamente estimulada pelas vantagens regulatórias criadas em meados dos anos 1990 para instituições formadas a partir de fusões e aquisições.

O efeito da concentração bancária sobre a oferta de crédito é incerto, dependendo, em última instância, das oportunidades de mercado vislumbradas pelas “novas” (e maiores) instituições financeiras formadas neste processo, que, em geral, classificam-se como bancos múltiplos. Essas oportunidades são moldadas, de um lado, pelo ambiente macroeconômico e, de outro, pelos incentivos e custos gerados pela política financeira em curso. O ambiente macroeconômico, como se mostrou, não foi muito favorável à expansão do crédito no período analisado. Quanto à política financeira, seu “efeito-custo”, aliado à manutenção de juros reais elevados ao longo de todo o período, acabou por favorecer a desintermediação financeira. Neste contexto, a substituição de dívidas por ações tornou-se menos custosa, tanto para os demandantes de recursos – que, no mercado de capitais, livram-se dos *spreads* bancários – quanto para os bancos. Para estes últimos, há ainda a vantagem da redução dos riscos a que se expõem, já que, no mercado de capitais, podem atuar apenas como intermediários, em troca de comissões prefixadas, e não de receitas sujeitas a riscos. A política para o setor bancário é, assim, parte importante da explicação para o “salto” das emissões primárias no período 1995-98, marcado por baixo crescimento econômico (2,4% ao ano) e retração da taxa de investimento (para 17,4%, ante 19,4% entre 1990-94) – condições que, por si só, não estimulariam a emissão de ações.

Reforço nesse sentido foi dado pela CVM, com a regulamentação de novos instrumentos para o mercado de capitais brasileiro (Quadro 4), o que, em princípio, contribui para reduzir os riscos envolvidos e, indiretamente, para a atração de novos agentes. A Bovespa (uma instituição privada) tem também contribuído para isto, com a criação de segmentos diferenciados de classificação de companhias abertas, de acordo com o grau de adesão a práticas de governança corporativa – que, idealmente, reduzem o risco dos investidores e elevam o valor de mercado das empresas, reduzindo, assim, seu custo de captação. Essas novas iniciativas têm como objetivo central “democratizar” o mercado, atraindo os pequenos investidores, para os quais o alto risco dos ativos de renda variável é um importante fator inibidor. Nesse aspecto, como se mostrou, a política financeira tem sido relativamente bem sucedida no Brasil, embora não se possa afirmar o mesmo quanto ao acesso das empresas ao mercado de capitais.

Conclusões

O modelo de liberalização financeira ergue-se sobre dois pilares de política econômica: uma política financeira estrito senso, voltada para a desregulamentação e abertura do sistema financeiro; e uma política

macroeconômica “de apoio”, pautada pelo equilíbrio monetário e fiscal como objetivos centrais. Idealmente, esse modelo deveria promover o desenvolvimento econômico e financeiro, liderado pelo setor privado.

No Brasil, a política de liberalização foi implementada em três etapas, a saber: em fins da década de 1980, quando apenas a política financeira foi posta em prática, sendo gradativamente aprofundada; a partir de 1995, quando se implementou a “fase” de estabilização monetária e, a partir de 1998-99, a de ajuste fiscal. Assim, o modelo vem sendo implementado de forma gradual e contínua há cerca de duas décadas, o que parece tempo suficiente para uma primeira avaliação de seus resultados. A análise precedente mostra que, apesar da inegável expansão do SFB nos anos 1990-2006, o desenvolvimento financeiro desse período esteve muito aquém do que se poderia esperar de uma política bem-sucedida neste sentido.

Os indicadores relativos ao crédito bancário demonstram claramente a fraqueza (ou fracasso) da política de liberalização como impulso ao crédito de longo prazo no Brasil. A análise sugere ainda que o fraco interesse dos bancos nessas operações se explica por uma combinação de regulamentação e, principalmente, de ambiente macroeconômico pouco favoráveis ao crédito em geral, e às operações de longo prazo em particular. O perfil de regulamentação financeira no Brasil, como já observado, tem se aproximado dos padrões internacionais de prudência bancária e “governança corporativa”. Aliada a uma política (contínua) de juros elevados, essa política financeira “empurrou” as empresas e bancos para o mercado de capitais, em busca de operações menos custosas. Assim, a tendência à desintermediação financeira, observada no Brasil, não surpreende.¹⁸

No mercado de capitais, apenas o ambiente macroeconômico parece relevante como explicação para sua ainda fraca contribuição ao financiamento do desenvolvimento, já que a política financeira do período lhe foi, em geral, favorável. O reforço da regulamentação prudencial dos bancos pós-1999 não limita, diretamente, as aplicações de bancos múltiplos e de fundos de investimento em títulos, muito menos sua atuação como intermediários, mas, fundamentalmente, impõe regras de divulgação de informações e diversificação (ou limites de concentração) de portfólio. Estas, na medida em que sejam capazes de criar um ambiente de menor incerteza para os investidores, tendem até a ampliar a demanda por títulos em geral. Os fundos de investimento, da mesma forma, têm ampla liberdade de operar no mercado de capitais brasileiro, desde que se enquadrem em uma das diversas classificações definidas pela CVM – entre

(18) Uma questão suscitada por tal tendência, que não se pretende discutir aqui, é o futuro da atividade bancária e do próprio financiamento: à medida que este, crescentemente, se dá no mercado de capitais, os bancos devem, gradativamente, reforçar sua atuação como bancos de investimento. Ver Kregel (1998).

elas, as de Fundo Multimercado e de FIDC-NP, praticamente sem restrições de aplicação em qualquer tipo de ativo, exceto as relativas à concentração da carteira. Os Fundos de Previdência Complementar, analogamente, sujeitam-se ao limite de 50% de aplicação em ativos de renda variável, mas podem também operar com uma ampla gama de ativos de renda fixa, negociáveis no mercado brasileiro.

Assim, ao contrário do que se verificou em relação ao crédito bancário, a política de liberalização financeira, de fato, atuou como forte estímulo à expansão dos negócios no mercado de capitais – como, aliás, ocorreu na maioria dos países em desenvolvimento que adotaram o modelo. No caso brasileiro, porém (e, possivelmente, em outros países do grupo) dois aspectos recomendam um otimismo cauteloso na interpretação da evolução do mercado pós-liberalização. Primeiro, a despeito da expansão recente, as emissões primárias exibiram um comportamento excessivamente instável desde o início dos anos 1990, oscilando fortemente a cada mudança importante no cenário macroeconômico doméstico ou internacional. Esse tipo de comportamento inibe o desenvolvimento do mercado, sendo, assim, pouco comum em mercados de capitais bem estabelecidos (embora estes não sejam também imunes a crises). Em segundo lugar, é digno de nota o fato de que todas as fases de expansão e retração do mercado de capitais no Brasil pós-liberalização foram ditadas pelos movimentos do capital externo. É verdade que, ao ampliar o grau de liquidez do mercado, este capital é capaz de estimular a entrada de novos investidores domésticos. Isto, de fato, parece estar ocorrendo, ainda que em certa medida. No entanto, chama atenção o peso que os investidores estrangeiros mantêm no mercado secundário (32% em 2004-06), condicionando, talvez de forma excessiva, os volumes negociados e, por conseguinte, a liquidez e os preços dos ativos.

Uma importante lição da experiência brasileira refere-se ao perfil de ambiente macroeconômico capaz de estimular o desenvolvimento financeiro. No modelo de liberalização, prevê-se que um ambiente de estabilidade monetária e fiscal é a condição necessária e suficiente para isto, desde que aliada à política financeira “adequada”. A análise do caso brasileiro mostra que, embora necessária, esta condição está longe de ser suficiente. A julgar pela longevidade do modelo “completo” no Brasil, com cerca de vinte anos de liberalização, mais de dez anos de estabilidade monetária e quase o mesmo de ajuste fiscal (até 2006), já deveriam ser visíveis seus efeitos benéficos para o SFB. A ausência de sinais claros, neste sentido, pode ser explicada por um “desvio” da experiência brasileira em relação ao esperado no modelo, bem como às experiências de outros países em desenvolvimento: o fraco e instável crescimento econômico que acompanhou a política de liberalização. Este atuou como importante (senão principal) fator de risco a inibir os negócios no SFB.

Como o crescimento econômico não é independente do modelo de política macroeconômica e nem da política financeira em curso – já que os riscos do mercado financeiro, ampliados com a liberalização, afetam também o crescimento – isto coloca em xeque a própria eficácia (e conveniência) da política de liberalização financeira como parte de um (novo) modelo de desenvolvimento econômico. Em suma, a análise precedente sugere três conclusões, para futuro aprofundamento: a) o ambiente macroeconômico parece ser mais relevante que a política financeira na definição do curso do desenvolvimento financeiro; b) o ambiente macroeconômico que favorece o desenvolvimento financeiro não é aquele definido apenas, ou prioritariamente, pelo equilíbrio monetário e fiscal, mas sim pelo crescimento econômico regular¹⁹ – claramente o que faltou no Brasil; c) a política financeira do modelo de liberalização tem efeitos ambíguos para o desenvolvimento financeiro: de um lado, a liberalização pode estimular uma série de novos negócios, mas, de outro, por envolver também novos riscos, inclusive de crises financeiras, pode inibir o desenvolvimento financeiro e econômico, mantendo-os numa trajetória de *stop and go*.

Referências bibliográficas

- AGÉNOR, P.; MONTIEL, P. J. *Development macroeconomics*. 2nd ed. New Jersey: Princeton University Press, 1999.
- BACEN. Banco Central do Brasil. *Evolução do Sistema Financeiro Nacional - Relatório Semestral do Mês de Dezembro de 1998*. Brasília: Banco Central do Brasil, Deorf (Diretoria de Organização do Sistema Financeiro). 1998.
- _____. *Regimes especiais após o Plano Real*. Dez. 2001. Disponível em: www.bcb.gov.br.
- _____. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Brasília, Nov. 2002.
- _____. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Brasília, Nov. 2007.
- _____. *Relatório de Estabilidade Financeira*. Brasília, Maio 2008.
- BACHA, E. L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 1 (53), p. 5-17, jan./mar. 1994.
- BARROS, J. R. M. de; ALMEIDA JR., M. F. de. *Análise do Ajuste do Sistema Financeiro no Brasil*. Brasília: Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, Maio 1997.
- BERGER, A. N.; KASHYAP, A. K.; SCALISE, J. M. The transformation of the US banking industry: what a long, strange trip it's been. *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2, p. 55-218, 1995.
- BRUNO, M. High inflation and the nominal anchors of an open economy. *Essays in International Finance*, Princeton University, n. 183, Jun. 1991.

(19) Para análises nesta linha, a respeito do desenvolvimento do mercado de capitais nos Estados Unidos, no Reino Unido e no Brasil (para os anos 1970-80), ver Sarno (2006).

CARVALHO, F. J. Cardim de. Sistema financeiro internacional: tendências e perspectivas. Rio de Janeiro: UFRJ. IE, jul. 1997. (Texto para Discussão IE-UFRJ, n. 395).

_____. The real stabilization plan and the banking sector in Brazil. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 206, p. 291-326, Sept. 1998.

CHAMLEY, C.; HUSSAIN, Q. *The effects of financial liberalization in Thailand, Indonesia, and Philippines*. Washington, DC: World Bank, Oct. 1988. (World Bank Working Papers, n. 125).

CHO, Y. J. Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 18, n. 2, p. 191-199, May 1986.

CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. de (Org.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: Fapesp/Fundap, 1998.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; DETRAGIACHE, E. *Financial liberalization and financial fragility*. Washington, DC: International Monetary Fund, Jun. 1998. (IMF Working Paper, 98/83).

DREES, B.; PAZARBASIOGLU, C. *The Nordic banking crises: pitfalls in financial liberalization?* Washington, DC: International Monetary Fund, Apr. 1998. (IMF Occasional Paper, n. 161).

DYMSKI, G. A.; EPSTEIN G.; POLLIN, R. (Ed.). *Transforming the U. S. financial system*. London: M. E. Sharpe, 1993.

EDEY, M.; HVIDING, K. *An assessment of financial reform in OECD countries*. Washington, DC: Organisation for Economic Co-operation and Development, 1995. (OECD Working Papers, n. 154).

FARIA, J. A. de; PAULA, L. F. de; MARINHO, A. Eficiência do setor bancário brasileiro: a experiência recente das fusões e aquisições. In: PAULA, L. F. de; OREIRO, J. L. (Org.). *Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus, 2007. Cap. 6, p. 125-154.

FREITAS, M. C. P. de (Org.). *Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 1990*. São Paulo: Fundap/Fapesp / Brasília: Ipea, 1999.

FRY, Maxwell J. *Money, interest and banking in economic development*. 2nd ed. London: The John Hopkins University Press, 1995.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L. B. de; HERMANN, J. (Org.). *Economia brasileira contemporânea (1945/2004)*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

HERMANN, J. Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade internacional do capital: alcance, limites e soluções. *Estudos Econômicos*, v. 29, n. 4, p. 475-511, 1999.

_____. *Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990*. Tese (Doutoramento)– Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), Rio de Janeiro, 2002a.

HERMANN, J. Financial system structure and financing models: the Brazilian experience and its perspective (1964/1997). *Journal of Latin American Studies*, v. 34, p. 71-114, Feb. 2002b.

_____. Liberalização financeira e crise cambial: a experiência brasileira no período 1987-99. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação financeira e bancária*. São Paulo: Atlas, 2005. p. 210-258.

_____; R. STUDART. *Estrutura e operação dos sistemas financeiros no Mercosul: perspectivas a partir das reformas institucionais dos anos 1990*. Brasília: IPEA, maio 2001. (Texto para Discussão).

IMF. International Monetary Fund. Financial crises: characteristics and indicators of vulnerability. *World Economic Outlook*, Washington, DC, chapt.. IV, May 1998.

JOHNSTON, R. B.; DARBAR, S. M.; ECHEVERRIA, C. *Sequencing capital account liberalization: lessons from the experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand*. Washington, DC: IMF, Nov. 1997. (Working Paper, 97/157).

KAMINSKY, G. L.; C. M. REINHART. The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, n. 544, Mar. 1996.

KIGUEL, M. A.; LIVIATAN, N. The business cycle associated with exchange rate-based stabilizations. *The World Bank Economic Review*, v. 6, n. 2, p. 279-305, 1992b.

KREGEL, J. The past and future of banks. Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi: *Quaderni di Ricerche*, n. 21, Mar. 1998.

KRUGMAN, P. *What happened to Asia?* Disponível em: <http://web.mit.edu/krugman>. Jan. 1998. Acesso em: mar. 1998.

LEVI, M. L. O sistema financeiro japonês no pós-guerra e sua desregulamentação nos anos 1980. In: CINTRA e FREITAS (Org.). 1998, p. 288-332.

MATHIESON, D. J.; ROJAS-SUÁREZ, L. *Liberalization on the capital account: experiences and issues*. Washington, DC: International Monetary Fund, 1993. (IMF Working Paper, n. 46).

MCKINNON, R. *Money and capital in economic development*. Brookings Institution, 1973.

_____. *The order of economic liberalization*. 2nd ed. London: The Johns Hopkins University Press, 1993.

RADELET, S.; SACHS, J. D. The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, p. 1-90, 1998.

SARNO, P. M. *A criação da CVM e a regulação do mercado de capitais no Brasil – 1976/1986*. Tese (Doutoramento)–IE/UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

SHAW, E. S. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University, 1973.

Jennifer Hermann

SICSÚ, J. A liberalização financeira brasileira no período 1988-2002. In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. (Org.). *Câmbio e controles de capitais*. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

SILVA, G. J. C. da; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. de. Spread bancário no Brasil: uma avaliação empírica recente. In: PAULA, L. F. de; e OREIRO, J. L. (Org.). *Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus, 2007, cap. 9, p. 191-220.

SOUZA, Barbara H. O. de. *O impacto da política monetária na formação de mecanismos de financiamento à indústria*. Dissertação (Mestrado)–IE/UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

VALOR ECONÔMICO, São Paulo, Caderno Finanças, 11 jan. 2007, p. B3.

WORLD BANK. *World Development Report 1989*. New York: Oxford University Press for the World Bank, 1989.