



TCC/UNICAMP
Ab76f
IE

Financiamento do Desenvolvimento - América Latina

Universidade Estadual de Campinas

Instituto de Economia

CEDOC - IE - UNICAMP

Financiamento do Desenvolvimento na América Latina
nos anos 1990

Aluno: Saulo Cabello Abouchedid

Orientador: Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira

Oliveira, Giuliano Contento de, 1979 -

Campinas, dezembro de 2010

Sumário

Agradecimentos	3
Introdução	4
1 Financiamento do Desenvolvimento: Marco Teórico.....	8
1.1 A importância do financiamento para o desenvolvimento.....	8
1.2 Circuito Finance – Investimento – Poupança - Funding versus Teoria dos Fundos Emprestáveis	13
1.3 Estruturas Institucionais: sistema baseado em bancos versus sistema baseado em mercados de capitais.....	22
2. Financiamento do Desenvolvimento na América Latina nos anos 90.....	27
2.1 Panorama do sistema financeiro latino americano na década de 1990.....	27
2.2 As condições de <i>finance</i> e de <i>funding</i> na América Latina.....	32
2.3 Padrão de financiamento das empresas latino-americanas.....	40
2.3.1 Padrão de financiamento das empresas latino-americanas: uma visão geral	40
2.3.2 As especificidades dos padrões de financiamento de Brasil, Chile, México e Argentina.....	50
3. O Papel dos Bancos Públicos e das Instituições Financeiras Regionais	69
3.1 Os Bancos Públicos e de Desenvolvimento	69
3.2 As Instituições financeiras regionais	74
3.2.1 CCR e FLAR.....	76
3.2.2 CAF, Fonplata e Bladex.....	77
4. Conclusão	81
Bibliografia	84

Agradecimentos

A Deus, primeiramente, por estar sempre ao meu lado.

Aos meus pais, pelo amor incondicional e o apoio em todos os momentos da minha vida

As minhas irmãs, pelo amor, companheirismo e preocupação.

A minha namorada, e eterna companheira, Patrícia, pelo amor, carinho, compreensão, apoio e conselhos.

Aos meus amigos pelos momentos de alegrias e desabafos.

A todos os meus colegas do Instituto de Economia, pelo companheirismo durante a caminhada da graduação.

Ao Professor e meu Orientador Giuliano, pelos conselhos, sugestões, cobranças e conversas ao longo do ano de preparação da monografia.

Ao Professor Marcos Antônio Macedo Cintra pela grande contribuição a minha formação.

A todos os professores do Instituto de Economia, pelo aprendizado e pela minha formação.

A todos os funcionários do Instituto de Economia, fundamentais no dia-a-dia da faculdade.

A todos que, de certa forma, contribuíram para esse momento tão especial em minha vida. A caminhada foi árdua, porém todos esses anos de dedicação foram fundamentais não só em minha formação acadêmica, mas também em minha formação pessoal. Hoje respiro aliviado, pois tenho a certeza de que fiz a grande escolha da minha vida.

Introdução

O presente trabalho se propõe a discutir o financiamento do desenvolvimento na América Latina nos anos 1990. Esse tema envolve a grande mutação do sistema financeiro latino-americano no período, causada pela liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros internacionais, e os impactos dessa mudança nas condições e no padrão de financiamento das empresas latino-americanas. Ademais, o cenário atual do financiamento do desenvolvimento latino-americano reflete a mudança profunda no sistema financeiro internacional nos anos 1990. Dessa maneira, é de extrema importância a análise do tema na década anterior para se compreender as deficiências apresentadas pelo financiamento do desenvolvimento na região atualmente.

O sistema financeiro latino-americano se caracteriza pelo domínio do sistema bancário e dos depósitos e créditos de curto prazo. Nos anos 1980, o desenvolvimento e o sistema financeiro foram condicionados essencialmente pela restrição externa e pelos processos de inflação crônica na maioria dos países da região. Tal restrição externa, resultado da crise da dívida levaram vários países latino-americanos a concentração bancária, além da desnacionalização de várias instituições financeiras, sendo que os remanescentes dessa reestruturação tiveram que se adaptar as condições impostas, tais como taxas de crescimento baixas e altos patamares de inflação. Já a inflação crônica característica do período levou ao desenvolvimento de instrumentos financeiros para proteger os agentes econômicos dos riscos associados a uma elevada instabilidade dos preços. Nos casos de hiperinflação, como na Argentina, onde não se existia confiança nos contratos monetários, a dolarização foi marcante no sistema financeiro (Cintra, 1998).

Neste período, o mercado de capitais latino-americano não se desenvolveu de forma significativa, permanecendo pouco profundo e altamente concentrado na mão de poucos investidores. A negociação ativa concentrou-se em poucas empresas, sobretudo estatais (Cintra, 1998). Tal estruturação explica a alta volatilidade desse mercado na região, sendo que a venda substancial de algumas dessas ações pelos principais investidores provocaria um colapso no mercado. Somado a isso estava a característica profundamente familiar da estrutura empresarial latino-americana e a não abertura de capital das transnacionais que se instalavam, devido a baixa capacidade de captação de recursos via mercado de capitais. Desta forma, como coloca Cintra (1998), configurou-

se uma estrutura no mercado de capitais caracterizada mais pela sua semelhança com um cassino do que com uma fonte segura de captação de recursos.

Já os anos 1990 foram caracterizados pela volta dos influxos de capitais privados para os países da América Latina, havendo diminuição da restrição de financiamento externo de muitas economias da região, estabilização da moeda na maioria dos países e mudanças de sua inserção financeira internacional, com a abertura do sistema financeiro. Entretanto, o grau de abertura, a gestão macroeconômica e a composição dos fluxos de capitais foram distintas entre os países da região. Argentina, México e Uruguai optaram por ampla abertura financeira; enquanto Brasil, Chile e Colômbia mantiveram alguns instrumentos de controle de capitais, apesar da grande abertura financeira posterior, no final da década de 1990. (Cintra, 1998)

Adicionalmente, os países emergentes mostravam-se destinos ideais para estes capitais, com estoques de ações depreciados, ações de empresas em processo de privatização, títulos públicos de alta rentabilidade e de curto prazo e estabilidade de preços.

Com efeito, a partir do contexto de liberalização e desregulamentação financeira, aliado aos programas de estabilização ancorados à taxa de câmbio, o maior obstáculo a ser vencido para se promover o financiamento do desenvolvimento na região nos anos 1990 era, justamente, a canalização desses recursos, provindos dos bancos (nacionais ou estrangeiros) e dos mercados de capitais, para o investimento produtivo de longo prazo. Cintra (1998) aponta nesse sentido, dizendo que “a estruturação de um sistema que atenda às necessidades de financiamento de longo prazo se apresenta como o maior desafio na área financeira da América Latina”.

Dessa maneira, o objetivo desse trabalho é analisar se a liberalização e desregulamentação do sistema financeiro latino-americano contribuíram para o financiamento do desenvolvimento na região nos anos 90, estruturando um sistema financeiro compatível com os projetos de investimento de longo prazo.

Adicionalmente, deve-se ponderar que o financiamento do desenvolvimento não se traduz apenas por meio da viabilização do investimento. Ou seja, para se alcançar um determinado nível de desenvolvimento desejado, é necessário outras variáveis (sociais, políticas, etc) além do financiamento do investimento. Entretanto, entende-se que o investimento produtivo é uma variável imprescindível para o desenvolvimento, sendo

esse último inviável sem a promoção do primeiro. Portanto, o termo “financiamento do desenvolvimento” é utilizado, pois considera-se que o financiamento do investimento produtivo é um passo fundamental no desenvolvimento.

Para realizar essa análise, esta monografia será dividida em dois capítulos, além desta introdução e da conclusão. No primeiro, discute-se as teorias em torno do tema do financiamento do desenvolvimento. Inicialmente, serão analisadas as idéias em relação ao papel do investimento na dinâmica econômica, com a opinião de diversos autores da economia política. A partir daí, a análise se concentrará na relação entre financiamento e investimento. Neste ponto, será apresentado o debate entre o mainstream (teoria neoclássica) e a teoria keynesiana acerca da causalidade das variáveis poupança e investimento, mediante o entendimento da teoria dos fundos emprestáveis (elaborada pelos neoclássicos) e o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* desenvolvido por Keynes. Por fim, serão estudadas as estruturas institucionais, ou seja, o sistema baseado nos bancos e o sistema baseado no mercado de capitais. Nesta seção, serão apresentadas as especificidades de cada sistema e a contribuição de cada estrutura no financiamento do desenvolvimento.

No segundo capítulo, a análise se concentrará na região latino-americana e no período da década de 90. No primeiro momento, será estudado o panorama do sistema financeiro latino-americano no período, atentando-se para a intensificação dos fluxos de capitais estrangeiros nos países latino-americanos, com a liberalização financeira. Será analisado também o impacto dessa mudança de estrutura do sistema financeiro nas condições de *finance* e *funding*. Ou seja, procurará se compreender a nova configuração do sistema bancário e do mercado de capitais mediante esse novo cenário. Após isso, a discussão se concentrará no padrão de financiamento das empresas latino-americanas nos anos 90. Primeiramente será apresentada uma visão geral, a fim de se compreender o comportamento de toda a região acerca do tema. Por fim, a análise focará nos quatro principais países da região, com padrões de financiamento específicos no período: Chile, Brasil, México e Argentina. Entretanto, a análise do padrão de financiamento argentino não será tão profunda como as demais, devido a falta de dados e análises referentes aos anos 1990, nas bibliografias pesquisadas.

Outros dois temas fundamentais no entendimento do financiamento na região nos anos 90 são abordados no terceiro capítulo: o papel dos bancos públicos e a das instituições financeiras regionais na região. No primeiro tópico será discutida a

importância dos bancos públicos no financiamento de longo prazo nos países latino-americanos e no acesso das pequenas e médias empresas ao crédito. Dentro dessa seção serão estudadas também as especificidades de Brasil, México e Chile em relação a participação do Estado no sistema financeiro. Já no segundo tópico se analisará o papel dos organismos financeiros multilaterais atuantes na América Latina nos anos 1990, a fim de compreender a importância da integração financeira na promoção de investimentos produtivos e sociais.

1 Financiamento do Desenvolvimento: Marco Teórico

Este capítulo tem o intuito de “organizar” as idéias em torno do tema do financiamento do desenvolvimento da América Latina na década de 90, tratando-se de questões chave no que tange a questão do financiamento e o seu papel no crescimento e desenvolvimento econômico.

Para isso, dividimos o capítulo em três seções. A primeira concentra-se na tarefa de explicar a importância do financiamento para o desenvolvimento por meio da análise do papel do investimento na dinâmica econômica. A segunda seção discute-se o circuito *finance-investimento-funding*, desenvolvido por Keynes e pelos pós-keynesianos, em contraposição à teoria dos fundos emprestáveis sobre a qual se baseiam os clássicos. Esse circuito, proposto originalmente por Keynes, servirá de base para as análises posteriores sobre o financiamento do desenvolvimento na América Latina. Já a terceira seção trata das estruturas institucionais de financiamento: o sistema baseado em bancos versus o sistema baseado em mercado de capitais. Essa discussão busca mostrar o funcionamento e as especificidades de cada sistema dentro do conceito do circuito *finance-funding* Keynesiano.

1.1 A importância do financiamento para o desenvolvimento

Na literatura econômica há um grande debate em torno do financiamento do investimento e, por conseguinte, do crescimento econômico. Entretanto, por trás de toda essa discussão está o debate entre o conceito de demanda efetiva e a Lei de Say, já que tais visões são a base para as diferentes teorias em torno do papel do investimento na dinâmica econômica e da importância do financiamento do investimento e do desenvolvimento. A partir da história do pensamento econômico pode-se perceber como tal conceito foi se desenvolvendo entre os pensadores.

Em seu livro *A Riqueza das Nações* Adam Smith defendeu a importância da frugalidade para o progresso econômico. Ou seja, quanto maior a poupança, maior seria a acumulação de capital e, portanto, o progresso econômico. Dessa forma, o autor condicionava o investimento à poupança prévia, sugerindo que toda produção teria que ser necessariamente comprada, sendo que a parte não consumida seria destinada a poupança e, portanto, a acumulação (Miglioli, 1977).

Nessa perspectiva, James Mill e Jean-Baptiste Say viriam a formular o que, posteriormente, ficou conhecido como a “lei dos mercados de Say”, segundo a qual toda

produção criava a demanda necessária para absorvê-la. De acordo com Say (*Tratado de Economia Política* 1814): “Um produto, tão logo seja criado, nesse mesmo instante gera um mercado para os outros produtos em toda a grandeza do seu próprio valor”. Entretanto, foi a partir de Ricardo que essa lei ganhou consistência teórica. Mais tarde John Stuart Mill se encarregou de transformá-la em um paradigma incorporado (até hoje) pelos economistas neoclássicos. Graças à influência de Ricardo, a “lei de Say” assumiu uma importância fundamental na interpretação dos mais diversos problemas: a acumulação de capital e o desenvolvimento econômico; a impossibilidade de crise de superprodução; a distribuição de renda entre salários e lucros; e a insignificância da exportação e dos gastos públicos para ou aumento da produção (Miglioli, 1977).

Dessa forma, de acordo com D. Ricardo, a acumulação de capital e o progresso econômico dependem apenas da produção, não encontrando nenhum obstáculo por parte da demanda, sendo que a renda gerada na produção não consumida é poupada e usada na acumulação de capital ou emprestada para outros capitalistas que a usariam na acumulação. Considerando que a acumulação de capital e o desenvolvimento econômico são determinados pelas condições de produção, a taxa de lucro, então, passa a ter um papel essencial, pois quanto maior ela for maior será a taxa de poupança e, portanto, a acumulação de capital. Considerando-se que o preço é dado (determinado pelas condições de concorrência) e, por extensão, a renda (salários mais lucros, mais a renda da terra) é dada, o lucro passa a depender do salário, em uma relação inversamente proporcional. Logo, o principal obstáculo para a acumulação seria o nível de salários (Miglioli, 1977).

Entretanto, a “lei de Say” e suas implicações foram refutadas por diversos autores, como Thomas Malthus e Karl Marx. De acordo com Malthus, a demanda tende a ser inferior à produção, já que, se os trabalhadores gastam toda sua renda, o mesmo não acontece com os capitalistas. Dos lucros totais, uma parte os capitalistas usam para consumir e outra para acumular capital, mas uma parte não é gasta em coisa alguma, pois os capitalistas manifestam, segundo Malthus, uma preferência pela indolência, conceito muito próximo ao de “propensão a poupar” formulado por Keynes. Desta forma, se a demanda não é igual à oferta, então o progresso econômico não depende apenas do acréscimo de capacidade produtiva, mas também dos determinantes da demanda, tais como a redistribuição de renda, a expansão das exportações e os gastos improdutivos mencionados por Malthus (Miglioli, 1977).

Karl Marx também se opôs frontalmente à “lei de Say”. De acordo com ele o processo de valorização pode ser dividido em diferentes momentos: $D-M \dots P \dots M'-D'$. A transformação de M' em D' depende das condições da realização, e nada garante que o valor criado (M') seja necessariamente realizado. Assim, para Marx, e contrariamente a Lei de Say, a demanda não é necessariamente igual à produção. Mais do que isso, a produção de mercadorias tende naturalmente, no capitalismo, a ser maior do que a sua demanda. Isso porque, o valor de todas as mercadorias lançadas no mercado se decompõe em três partes: C, ou capital constante, compreendendo o valor dos insumos incorporados nas mercadorias e o desgaste (ou depreciação) dos equipamentos empregados na produção; V, ou capital variável, correspondente aos salários pagos; S, a mais-valia que os capitalistas esperam auferir. Em suma, o valor total de uma mercadoria é igual a $W = C + V + S$. C e V são realizados respectivamente pelos capitalistas produtores de insumos e pelos trabalhadores que gastam toda sua renda em consumo, sem poupar. Já S é gasta pelos capitalistas em seu próprio consumo ou na acumulação de capital. Logo, o total de lucros gerados na produção é determinado pelo consumo dos capitalistas e pelo investimento. Tal formulação seria claramente explicada por Kalecki. Este autor coloca o investimento como a variável realmente estratégica na determinação da renda nacional em um determinado período e suas variações no decorrer do tempo. Essa conclusão é feita a partir da constatação de que sendo os lucros mais os salários componentes da renda nacional e considerando que o consumo dos capitalistas mais o investimento determinam os lucros, essas duas grandezas (consumo dos capitalistas e investimentos) também determinam a renda nacional. Kalecki enfatiza também o papel da distribuição da renda na determinação dos salários e da renda nacional (Miglioli, 1977).

A grande revolução contra a lei de Say formulada por Keynes na *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* coloca o princípio da demanda efetiva (conhecida também como anti Lei de Say) em destaque na teoria econômica, invertendo a causalidade entre gasto e renda, colocando, assim, o investimento como variável chave na determinação da renda em uma economia monetária de produção. Segundo o princípio da demanda efetiva, há uma assimetria entre ofertantes de bens e serviços – que possuem riqueza em forma específica – e demandantes de bens e serviços – que possuem riqueza em forma mais geral –, sendo que os demandantes vão tomar a decisão autônoma de adquirir os bens, fazendo com que os ofertantes não tenham certeza se

suas mercadorias serão vendidas. Dessa forma, é o nível de dispêndio – o investimento – que determina a renda – poupança - independentemente das decisões individuais de consumo e de poupança (TORRES, 1991). Com isso, Keynes leva-nos ao conceito do multiplicador, nos indicando que, quando se produz um acréscimo no investimento agregado, por meio de uma decisão autônoma de gasto, a renda sobe num montante igual a k vezes o acréscimo do investimento (Keynes, 1936).

Ainda de acordo com Keynes (1936), o investimento depende de dois parâmetros principais: a Eficiência Marginal do Capital (EMgK) e a taxa de juros (i). A EMgK reflete a relação entre a renda esperada de um bem de capital e o preço de oferta, que é o preço que induz o fabricante a produzir uma unidade a mais do bem de capital. Ou seja, é o fator de redesconto (taxa de retorno) que iguala o retorno esperado ao preço de oferta. Desta forma, na decisão de investir o empresário compara a EMgK, valor presente de um fluxo de rendimentos futuros descontado ao preço do bem de capital adquirido, com a taxa de juros, variável determinada pelo grau de preferência pela liquidez e pela oferta monetária. O investimento, portanto, será determinado pela contraposição entre EMgK e taxa de juros.

Deve-se ressaltar na teoria Keynesiana o papel fundamental das expectativas na decisão de investimento. Num cenário de incerteza, haverá um aumento no grau de preferência pela liquidez, o que aumenta a demanda por moeda e, conseqüentemente, a taxa de juros. Tal fato reduz a demanda por bens de capital, já que a remuneração pela taxa de juros se torna muito mais atraente. Dessa forma, o estado de expectativas de longo prazo se torna muito importante nas decisões de gasto dos atores, notadamente dos capitalistas, de modo que uma variação neste estado promove uma reestruturação dos portfólios (realocação entre os ativos monetários, e não-monetários). Essa reconfiguração da carteira de ativos está, dessa forma, associada a ajustes na produção de ativos reprodutíveis, afetando os gastos em investimento e consumo, impactando, assim, o nível de demanda agregada, vale dizer, de emprego, renda e produção. Tal reestruturação implicará também a distribuição da renda entre capitalistas (produtores e rentistas) e trabalhadores.

Segundo Carvalho (2005), investimentos produtivos são decisões difíceis, cercadas de incertezas, especialmente em economias de mercado, reforçando o papel das expectativas, enfatizado por Keynes (1936), na decisão de investir. Desse modo, a decisão de investir deve ter como indutoras expectativas de retorno bastante favoráveis,

de modo a compensar os custos de oportunidade existente e estimados num dado momento.

Dessa forma, o autor sugere que o estímulo ao investimento produtivo deve ser discutido em termos de duas variáveis: as variáveis de indução e de viabilização. A identificação dessas variáveis pode gerar políticas eficazes no estímulo aos investimentos, desde que tais mecanismos de indução e viabilização ajam simultaneamente. Ou seja, segundo Carvalho (2005), é inútil prover meios para os investidores se não são criados estímulos para se investir. Da mesma forma que não adianta gerar estímulos para os investidores, se não se tem (não se pode oferecer) os meios necessários para viabilizar o investimento.

O mecanismo de indução, ao qual o autor se refere, reflete a promoção de políticas econômicas que atuam como suporte de expectativas favoráveis ao investimento, por meio do comprometimento com a manutenção do pleno emprego e com a garantia de um nível mínimo de demanda agregada suficiente para sustentar os lucros das empresas, já que a expectativa do investidor é que os bens de investimento gerem lucros. É importante observar que a política macroeconômica deve almejar alcançar a estabilidade macroeconômica e não apenas estabilidade de preços, ou seja, deve buscar níveis adequados não só de inflação, mas também de emprego e produto (Carvalho,2005).

Entre os elementos viabilizadores da decisão de investir, por sua vez, destaque deve ser atribuído a disponibilidade de recursos que permitam ao empresário adquirir os bens de investimentos necessários, ou seja, o financiamento do investimento. Entretanto tal questão possui várias dimensões, fazendo com que o financiamento não dependa apenas da disponibilidade de recursos. Pode ser que os recursos disponíveis estejam sendo destinados para outra finalidade, que não a do investimento produtivo. Pode acontecer também que existam recursos, mas num contexto em que as instituições financeiras preferem retê-los em situações de incerteza em relação aos rumos da economia, ou destiná-las a aplicações mais seguras. Pode ainda haver situações em que o investimento produtivo se torna inviável devido aos altos custos do financiamento (altas taxa de juros ou exigência de garantias). E, por fim, pode ser que todas as condições acima sejam satisfeitas no sentido de viabilizar o financiamento (baixo grau de preferência pela liquidez dos bancos, baixos custos dos empréstimos), mas em prazos ou por veículos (instituições) que representem, para as empresas tomadoras, a assunção

riscos excessivos. Ou seja, o financiamento de curto-prazo pode tornar o projeto de investimento inviável, ante o descasamento entre o prazo do financiamento e o prazo de maturação do investimento, considerando que a renovação futura do empréstimo é incerta.

Portanto, tais características dos dois mecanismos de estímulo ao investimento reforçam a idéia de ação simultânea, citada acima, das variáveis de indução e viabilização na promoção do investimento produtivo. Assim, por meio desse raciocínio e considerando-se o escopo deste trabalho em torno do financiamento do desenvolvimento, podemos inferir que o financiamento constitui variável central na decisão de investimento e, portanto, na promoção do dinamismo econômico e do desenvolvimento, em linha com a perspectiva Keynesiana. Dessa forma, não há como o investimento produtivo avançar somente com ações que promovam a estabilidade macroeconômica, sendo necessária, assim, a presença mecanismos que viabilizem as decisões de inversão, seja via mercado de capitais, seja via bancos. Há ainda uma questão muito importante, colocada acima, relacionada ao financiamento de longo-prazo, fundamental na promoção do investimento produtivo, no que tange aos projetos de maturação maior e, portanto, de grande duração. Dessa forma, muitas vezes a ausência desse instrumento de longo-prazo impede o crescimento e o desenvolvimento econômico, mesmo na presença de recursos que viabilizem os investimentos (Carvalho, 2005).

Dada a importância do financiamento para o desenvolvimento, a partir da construção teórica do papel do investimento no crescimento econômico, passa-se à discussão da questão da disponibilidade em condições adequadas de recursos financeiros, a partir da análise da relação entre investimento e poupança. Tal relação é motivo de discórdia entre as abordagens convencionais e a teoria keynesiana.

1.2 Circuito Finance – Investimento – Poupança - Funding versus Teoria dos Fundos Empréstáveis

Segundo a visão clássica, não há distinção, do ponto de vista teórico, entre os atos de poupar e investir, de modo que o financiamento do investimento é diretamente identificado com poupanças individuais. Ou seja, para que haja investimento, é necessário que surja previamente a poupança correspondente. Considerando-se que o produto social é formado por investimento e consumo (em uma economia considerada,

por simplificação, sem relações externas e sem governo), para que possa haver investimento, os agentes econômicos devem abster-se de consumir parte do produto social. Dessa forma, a diferença entre consumo e investimento seria mais de destinação do que de origem ou de natureza do produto (Carvalho, 2005).

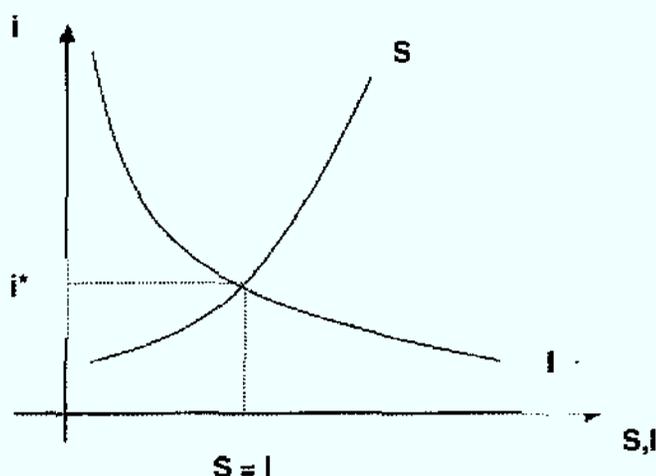
Como ponderou Chick (1983; 1986), essa visão é mais compatível com um estágio de desenvolvimento do sistema monetário onde a moeda-mercadoria é o meio de pagamento por excelência. Nesse estágio, o crédito reflete a transferência de moeda-mercadoria dos agentes superavitários para os deficitários por meio do mercado financeiro. Porém, tal visão não alteraria a visão clássica da relação entre consumo e poupança e desta com o investimento. Wicksell, por exemplo, mostrou que embora a dinâmica das modernas economias monetárias fosse mais complicada, a atividade de investimento continuava, em última análise, sujeita aos limites colocados pela disposição do público em poupar e colocar uma parte do produto gerado pela sociedade à disposição dos investidores (Studart, 1993). Ou seja, de acordo com Studart (1993), a teoria dos fundos emprestáveis (denominação dada a este pensamento desenvolvido pelos clássicos) procura estender os resultados da teoria quantitativa clássica a uma economia com um sistema monetário desenvolvido, restabelecendo assim a dicotomia clássica (separação analítica entre as variáveis monetárias e reais).

Portanto, de acordo com essa visão, a disponibilidade de poupança se torna uma pré-condição para realização dos investimentos, sendo que estes só podem ser acelerados se a sociedade aceitar poupar uma fração crescente de sua renda. A conciliação entre a disposição de poupar pelo público e o desejo de investir por parte dos empresários é obtida por meio da taxa de juros. Assim, o mercado de capitais de maneira geral é definido através de duas curvas: a função de poupança, diretamente relacionada com a taxa de juros (r), e a curva de investimento, como uma função direta do retorno sobre o capital (r_k). A taxa de juros mede a compensação exigida pelos poupadores pelo sacrifício do seu consumo presente. Dessa forma, quanto maior a taxa de juros, maior a disposição dos consumidores em sacrificar seu consumo corrente em favor da poupança. Já do lado dos investidores, a taxa de juros reflete o custo de capital necessário para a concretização dos planos de investimento. Assim, quanto mais rentável for o investimento, mais os empresários estariam dispostos a pagar pelos empréstimos. A taxa de juros que reflete os desejos dos dois grupos foi chamada por Wicksell de taxa natural de juros. Em última análise, o nível da taxa natural de juros

determina a taxa de investimento da economia. Bancos e mercados de crédito poderiam tumultuar a relação entre poupadores e investidores, mas não poderiam mudar os determinantes finais da taxa de acumulação, ou seja, a taxa natural de juros (Carvalho, 2005).

A introdução da moeda no esquema neoclássico da teoria dos fundos emprestáveis, portanto, não modifica essencialmente a visão do mercado financeiro como mero intermediador de poupança, no que se refere a abordagem convencional. O gráfico 1 ilustra o comportamento das variáveis investimento, poupança e taxa de juros segundo a idéia da teoria dos fundos emprestáveis.

Gráfico 1: Teoria dos Fundos Emprestáveis



Fonte: Lobo (2005)

Uma das características da teoria monetária convencional é a convergência teórica em direção à teoria dos fundos emprestáveis. Após a *Teoria Geral* de Keynes, essa convergência se deu por meio da síntese neoclássica de Hicks e da análise da escolha de portfólio de Tobin, sendo que esta reinterpreta o conceito de preferência pela liquidez keynesiano dentro de uma abordagem de equilíbrio geral, substituindo o conceito de incerteza pelo risco (V. Pettenati, 1997 e Chick, 1983).

Segundo Tobin (1958), dada a propensão de risco dos agentes, a alocação das poupanças individuais pode ser prevista e o portfólio agregado dos ativos financeiros estabelecido, sendo que variações dentro desse portfólio ótimo só podem ser obtidas por meio de mudanças na taxa de juros. Dessa forma, para que a política monetária seja orientada para promoção do crescimento, faz-se necessário que ela seja capaz de substituir a moeda por ativos de capital no portfólio dos agentes (Tobin, 1958). A

efetividade, portanto, de tal política dependeria das hipóteses sobre a formação das expectativas dos agentes e do grau de substitutibilidade entre os ativos.

Assim, podemos inferir que, dentro da teoria monetária moderna convencional, o conceito da teoria dos fundos emprestáveis continua latente. Ou seja, a funcionalidade do mercado financeiro se baliza pela alocação eficiente de recursos poupados entre as diversas oportunidades de investimento produtivo, sendo que o volume desses recursos é determinado exteriormente ao sistema (Studart, 1993).

A visão convencional de que o financiamento do investimento pressupõe poupança prévia serve de base para análises ligadas à economia do desenvolvimento. Segundo Studart (1993), a literatura que se seguiu às obras clássicas de Gurley e Shaw (1955) centra sua análise na chamada “repressão financeira” e seus efeitos deletérios para os países em desenvolvimento. De acordo com essa vertente, a carência de poupança interna, causada pelas taxas de juros subsidiadas (abaixo da taxa de juros natural de Wicksell), criaria uma falsa necessidade de políticas de crédito seletivo capazes de alocar os escassos recursos de poupança. Tal fato geraria diversos danos à economia, entre eles um nível de investimento e crescimento abaixo do potencial, escolha ineficientes de investimentos, pressões inflacionárias, aumento do hiato tecnológico entre os setores produtivos, entre outros. Dessa forma, a liberalização financeira e a desregulamentação dos mercados domésticos são tratadas como as soluções de todos esses problemas gerados pela intervenção do Estado no mercado. Logo a remoção de todas essas distorções causadas pela repressão financeira permitiria que a taxa de juros se reaproxime de sua taxa natural, potencializando as decisões de inversão.

Outra implicação central ao problema aqui discutido é a de que o investimento e o crescimento econômico não seriam possíveis se a poupança gerada pela sociedade não fosse o suficiente para acompanhar e viabilizar a acumulação. Se o setor privado não for capaz de poupar o necessário, o setor público também não será. Dessa forma, a única solução seria o financiamento via poupança externa, por meio da geração de déficits em transações correntes. A poupança externa aumentaria o investimento interno e impulsionaria o desenvolvimento econômico. Entretanto, tal estratégia se mostra perigosa, pois impõe restrições ao comportamento da economia, gerando uma dependência dos mercados externos. Bresser-Pereira e Nakano (2000) alertam que essa estratégia de financiamento envolve uma política macroeconômica que promove a

atração dos fluxos de capitais externos, por meio de taxas de juros elevada e políticas fiscais restritivas.

O crescimento com poupança externa também envolve taxa de câmbio sobrevalorizada, gerada por meio ingresso de capitais e déficits permanentes em conta correntes e mediante a adoção de uma âncora cambial para controlar a inflação. Esse último caso foi visto na América Latina nos anos 1990, na tentativa de conter a instabilidade de preços que atingia a região. Ademais, a valorização da taxa de câmbio promove uma explosão do consumo derivado do aumento das importações. Entretanto a taxa global de investimento aumenta apenas ligeiramente porque apenas as empresas que têm acesso aos mercados financeiros internacionais têm a possibilidade de obter crédito barato, e porque esse tipo de estratégia de crescimento recompensa o consumo e não o investimento. Tal explosão do consumo, provocada pelo “efeito riqueza” implica ainda em uma redução na poupança interna, compensando a poupança externa. Essa dependência ainda gera, além do aumento passivo externo líquido, um desequilíbrio fiscal, com o aumento da dívida interna, causada pela elevação das taxas de juros (Bresser-Pereira e Nakano, 2000).

Por sua vez, a perda de confiança dos emprestadores externos em relação ao pagamento do serviço da dívida (interna e externa) poderá gerar uma reversão dos fluxos internacionais de capitais (seja por contágio ou comportamento de manada), causando sérias limitações ao crescimento. Se analisarmos este contexto dentro da hipótese da fragilidade financeira de Minsky (1986), podemos inferir que economias deficitárias em seu balanço de transações correntes e totalmente dependentes dos empréstimos externos para rolar suas dívidas encontram-se em posição Ponzi, ou seja, contraem empréstimos a fim de pagar o serviço da dívida. A perda de confiança dos emprestadores externos levaria, portanto, a uma possível insolvência do país devedor, gerando fortíssimas restrições a economia.

A visão clássica da relação entre investimento e poupança, bem como da determinação da taxa de juros, foram refutadas completamente por Keynes (1936). Isso porque o autor sustenta que a poupança é antes o resultado, ao invés do pré-requisito, para o investimento, invertendo, assim, a relação causal entre as duas variáveis. De acordo com Keynes (1936), nas economias modernas, o que e quanto será produzido são decididos de acordo com a expectativa de demanda que os empresários possuem, sendo que a definição do produto, bem como a decisão entre consumo e investimento, é

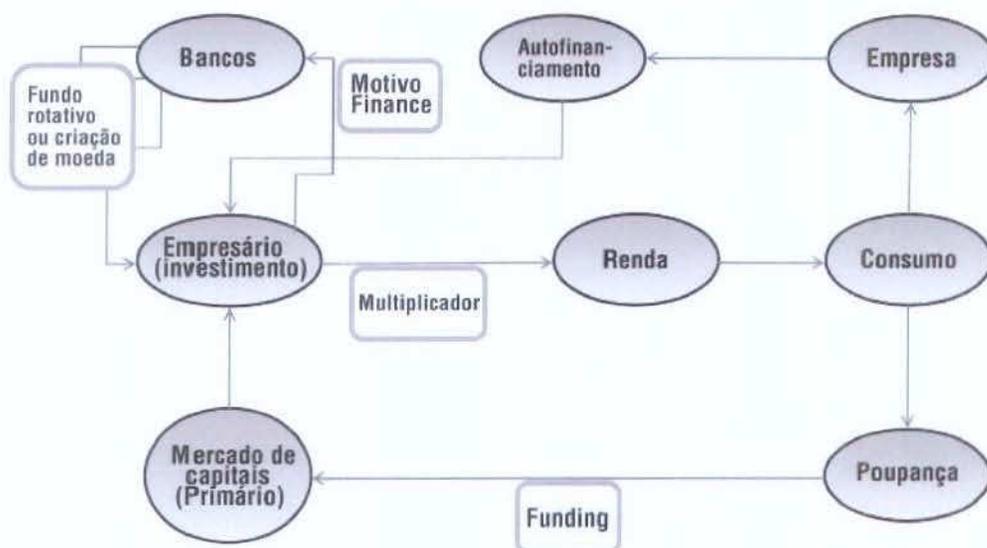
feita antes que algo seja efetivamente produzido. Ainda de acordo com Keynes (1936) e segundo o princípio da demanda efetiva, ao se realizar o investimento, uma poupança de igual valor emergirá após tal dispêndio.

Além dessa proposição, de que a poupança resulta do investimento em valor exatamente igual, Keynes (1936) afirma que isso ocorreria independentemente do comportamento dos poupadores. De acordo com o autor a poupança depende da renda agregada, sendo que a escolha entre consumo e poupança é um problema complexo que envolveria, principalmente, dois elementos: a influência das variáveis sociais, determinantes de um dado padrão de vida, e a incerteza em relação ao futuro, que estimularia o comportamento de precaução contra imprevistos futuros. Portanto, decorre que a poupança depende da renda e não da taxa de juros (Carvalho, 2005).

A fim de conciliar a idéia de que o investimento determina a poupança em valor exatamente igual com a liberdade do indivíduo em determinar quanto de sua renda será poupada, Keynes (1936) desenvolveu o conceito de multiplicador de investimento, que indica que, quando se produz acréscimo no investimento agregado, a renda sobe num montante igual a n vezes o acréscimo do investimento. De acordo com o autor, essa diferença se refletirá nos gastos em consumo. Portanto, suponhamos que, por meio do financiamento, o investimento realizado é superior a poupança desejada, por exemplo. A compra de bens de investimento gerou renda para os produtores desses bens. Como, por definição, o investimento gera uma poupança em igual valor, os indivíduos daquele setor estariam com um montante de poupança maior que aquele que desejariam reter. Desta forma, tal poupança excessiva seria consumida em bens de consumo, gerando renda também neste setor, que gastaria parte dela poupando o restante. Note que a poupança também irá subir, já que o nível de renda também sobe. Tal efeito do multiplicador se repetiria até que a poupança desejada para este nível maior de renda fosse igual ao investimento, gasto autônomo que deu origem a todo esse processo (Carvalho, 2005).

A figura 1 apresenta o circuito *finance-investimento-poupança-funding*. Inicialmente os bancos acomodam a demanda por *finance* mediante o fundo rotativo ou pela circulação de moeda. As empresas, ao adquirirem os ativos instrumentais, viabilizam o processo de multiplicação da renda, parte da qual não será consumida, resultando, conseqüentemente, na poupança equivalente ao montante investido, viabilizando, assim, a consolidação financeira das dívidas empresariais (Oliveira, 2010).

Figura 1: Circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*



Fonte: Oliveira, 2010

Adicionalmente, o circuito *finance-investimento-funding* foi apresentado de forma clara por Keynes, em um de seus artigos de 1937, que enfatizou a importância do *funding* para o investimento.

O finance constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é "usado", no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição de iliquidez temporária está pronta a ser usada mais uma vez [...] Em sua maior parte, o fluxo de novos recursos requeridos pelo investimento *ex ante* corrente é suprido pelo financiamento liberado pelo investimento *ex post* corrente (Keynes, 1937b: 168)

Tal inversão de relação permite basicamente três desdobramentos importantes na crítica a visão convencional: o papel do sistema bancário no processo do financiamento da acumulação, já que este serve de impulso ao investimento; a determinação e o papel da taxa de juros; e o papel do mercado de capitais na alocação da poupança.

A visão de Keynes sobre o papel do sistema de crédito tem suas origens no *Tratado da Moeda* (1930). Nesta obra, o autor mostra a capacidade de criação de moeda pelos bancos, independentemente de depósitos prévios. Além dessa capacidade de

criação de moeda, graças a horizontes de pagamentos estáveis, os bancos conseguiram ao longo do tempo administrar estruturas patrimoniais díspares e, ao mesmo tempo, manter um fluxo de caixa equilibrado. Existem margens de segurança, conforme o grau de concentração dos bancos e a incerteza (aversão ao risco) por parte dos banqueiros. Entretanto, tais margens são flexibilizadas graças a presença de instituições, como o banco central, e de mercados de ativos financeiros e interbancário organizados. Dessa forma, dentro do conceito da poupança *ex-post*, o sistema bancário tem um papel fundamental na promoção do investimento e, por conseguinte, do crescimento, oferecendo os fundos necessários para se investir e atuando de forma efetiva na decisão de investimento dos agentes.

Entretanto, para se compreender inteiramente o papel do sistema bancário, deve-se analisar o papel da taxa de juros. Conforme indicado, a taxa de juros segundo a teoria clássica reflete a relação entre o volume de poupança e o investimento, dentro do conceito de poupança prévia defendido por estes autores. Dessa forma, a visão convencional considera que a taxa de juros é determinada por variáveis reais da economia. Entretanto, segundo Keynes (1936), a taxa de juros é um fenômeno monetário, sendo determinada, fundamentalmente, pela preferência pela liquidez dos atores¹. Dessa forma, um aumento na taxa de juros, causado por um aumento no grau de preferência pela liquidez dos agentes, pode provocar mudanças na decisão de investimento, pelo encarecimento das fontes de financiamento e pela incerteza em relação ao comportamento futuro da taxa de juros (provocando mudanças na EMgK, já que esta é determinada pela expectativa dos agentes no longo prazo), desestimulando o investimento. E, considerando que o investimento determina o volume de poupança, um aumento na taxa de juros também provoca uma diminuição daquela, contrariando a visão clássica.²

¹ Na economia monetária de produção a moeda não é neutra no curto e no longo prazo, significando que fatores monetários afetam não apenas o nível de produto e emprego, mas a forma pela qual a economia acumula riqueza. Sendo assim, a economia monetária não pode ser redutível, nem a curto nem a longo prazo, a uma economia real (Carvalho, 1991).

² Keynes (1937) ainda coloca que, considerando a preferência pela liquidez por parte dos bancos e do público constante, “um excesso no financiamento requerido pela produção *ex ante* corrente (ou seja, derivado da decisão de investimento dos empresários) sobre o financiamento liberado pela produção *ex post* corrente (liberada pelo *funding*) conduzirá a uma elevação da taxa de juros”. Entretanto, segundo o autor, tal fato serve apenas para reforçar a teoria da liquidez da taxa de juros, ao passo que o volume de recursos para o financiamento independe da escala de poupança. Neste caso especial destacado por Keynes, o papel dos bancos se torna fundamental, já que estes podem aumentar a disponibilidade de recursos, via redução da preferência pela liquidez.

Contudo, a questão do papel do sistema financeiro na economia em Keynes não se exaure com a independência do investimento em relação à poupança. Deve-se destacar ainda o papel desta última no circuito *finance-funding*. Devido à separação da decisão de investir e de poupar, feita por Keynes, entrou em destaque o problema referente à compatibilização das estruturas ativas e passiva dos diversos agentes participantes do mercado financeiro, vale dizer, do processo de consolidação financeira. Tal questão se insere na discussão de Keynes sobre o *funding* do investimento.

Quando as empresas decidem investir, elas necessitam apenas se assegurar de que detêm os recursos suficientes para a compra dos bens de investimento, sendo que esse recurso pode ser conseguido via lucros retidos, endividamento junto aos bancos, entre outras formas. A empresa precisa também assegurar-se que, ou ter expectativas razoavelmente firmes, de que mais tarde poderá substituir esses meios temporários de financiamento por outros compatíveis a longa vida do ativo adquirido. É aqui que a poupança exerce um papel importante segundo a teoria de Keynes. O ato de poupar supõe que os poupadores têm como concretizar seus planos de conservação da renda não consumida. Ou seja, é preciso que existam ativos que os poupadores podem adquirir para manter suas poupanças. Essa é a fonte, portanto, do *funding* dos investimentos das empresas (Carvalho, 2005). É por meio da alocação da poupança em ativos de longo prazo que acontece a consolidação financeira dos passivos das empresas inversoras. Se o público estiver disposto a emprestar dinheiro por prazos longos para as empresas, ou adquirir ativos de longo prazo emitidos pela empresa, o problema da compatibilização das estruturas ativas e passivas está resolvido. Entretanto, se o público não estiver disposto frente aos riscos apresentados pelos papéis, é preciso desenvolver um sistema financeiro capaz de realizar essa ponte. Num mundo incerto, mesmo após o desenvolvimento completo do multiplicador, o *funding* está condicionado pela propensão do público a adquirir títulos de longo prazo ou ações ao longo do processo de multiplicação da renda (Carvalho, 2005).

Keynes (1937) enfatizou ainda que o problema nunca se concentrará no volume de poupança, mas em sua alocação. Segundo o autor, “haverá sempre exatamente suficiente poupança *ex post* para promover o investimento *ex post* e, desse modo, liberar o financiamento que estava antes empregando”. Dessa forma, o mercado de investimento “nunca se congestionará por falta de poupança”.

Carvalho (2005) mostra ainda que a segunda implicação do circuito *finance-funding* keynesiano se concentra no fato de que o estímulo ao investimento deve vir acompanhado por de um esforço de modernização institucional que permita criar um sistema financeiro que concilie as expectativas dos demandantes de ativos (poupadores) e os ofertantes (as empresas). O autor coloca que o *funding* afeta a decisão de investir, já que um sistema que não permita a consolidação financeira dos investidores no mercado financeiro inibe a ação do investidor. Propõe, ainda, que a inclusão no mercado financeiro de camadas de população excluídas dele pode-se constituir uma solução para o *funding*.

1.3 Estruturas Institucionais: sistema baseado em bancos versus sistema baseado em mercados de capitais.

Conforme mostra Studart (1993, p-112), a análise de Keynes acerca do circuito *finance-funding* possui como parâmetro uma estrutura financeira implícita, baseada em duas instituições básicas: um sistema bancário desenvolvido (para o *finance*) e mercados de capitais (para o *funding*). Tais pilares permitem, respectivamente, viabilizar o investimento com o volume de recursos financeiros necessários e promover a consolidação financeira das dívidas contratadas pelas empresas para a realização de seus investimentos, compatibilizando ativos e passivos de diferentes maturidades. Entretanto, ao contrário da visão convencional, que institui a liberalização financeira como panacéia para o financiamento do investimento, a estrutura institucional idealizada pela abordagem keynesiana representa apenas uma das formas institucionais possíveis para o financiamento da acumulação em economias monetárias.

Como mostra Zysman (1983), essa institucionalidade não se mostra dominante. O autor desenvolveu uma tipologia que diferenciou três tipos básicos de sistemas financeiros nos países centrais: o modelo baseado no mercado de capitais, também conhecido como anglo-saxão, pois predominava nos Estados Unidos e no Reino Unido - países caracterizados igualmente, no passado, pela segmentação institucional entre bancos comerciais e de investimento; o modelo baseado no mercado de crédito com forte presença estatal, que incluía países como França e Japão, onde vigorava intervenção estatal no financiamento bancário; e o modelo baseado no crédito das instituições financeiras privadas, associada ao caso da Alemanha, onde os bancos universais dominavam o mercado financeiro e exerciam controle sobre a indústria por meio de relações de propriedade (Prates, 2002).

No sistema baseado no crédito, o mercado de capitais é fraco e as firmas dependem fundamentalmente dos empréstimos bancários para obter recursos além dos lucros retidos. Ademais, os bancos comerciais dependem significativamente do banco central, provedor da liquidez em última instância. Não menos importante tende a haver uma tendência ao rápido endividamento nos períodos de *boom*, com a diminuição da incerteza por parte dos empresários (Studart, 1993). Zysman (1983) coloca ainda que no caso do *credit base* a característica principal é a finança intermediada com transformação de prazos e taxas.

Já no sistema baseado no mercado de capitais, a emissão de ações e debêntures constitui uma importante fonte de financiamento na formação de capital, sendo que há uma variedade de instrumentos nos mercados monetários e de capitais. As instituições financeiras mantêm uma relação próxima com as empresas. Utilizando a denominação dada por Zysman (1983), o sistema teria como característica a finança direta (*securities*), sem intermediações. No sistema *market base* a liquidez é provida pelos mercados secundários - mas não de forma independente da liquidez gerada pelos bancos -, que carrega implicitamente o risco de oscilações de preços ou inflação dos ativos (Carneiro, 2009).

Outra diferença entre os dois sistemas colocada por Studart (1993) e Carneiro (2009) se refere às implicações das variações na taxa de juros. No sistema *credit base*, uma estabilidade na taxa de juros de curto prazo é importante devido ao descasamento de prazos entre os ativos e passivos das empresas e à alavancagem realizada pelos bancos. Ou seja, variações bruscas nos juros de curto prazo poderiam causar insolvência nos setores financeiros e não financeiros. Já no sistema baseado nos mercados de capitais, as flutuações na taxa de juros de vários prazos têm implicações no valor do estoque de ativos e, portanto, no equilíbrio patrimonial dos agentes. Lembrando, ainda, que esse sistema está mais sujeito a oscilações e surtos especulativos que impactam ainda mais o valor dos ativos financeiros. Portanto, conforme observa Carneiro (2009), pode-se observar que “[...] no sistema baseado no crédito, variações na taxa de juros implicam em desequilíbrios de fluxos enquanto no sistema *market based*, acarretam desequilíbrios nos estoques, ou no valor dos ativos financeiros”.

Uma grande diferença entre o sistema baseado em crédito e o sistema baseado no mercado de capitais nos países subdesenvolvidos foi apontada, entre outros autores, por Cintra (1999) e Prates (2002). Em tais países, o acesso ao mercado de capitais é

restrito às grandes empresas, geralmente estatais, sendo que as pequenas e médias empresas (PMEs) não se financiam por meio do mercado de capitais, por se tratar de uma alternativa muito cara. Ademais, o acesso dessas empresas ao mercado bancário também é restrito, dada a incerteza, por parte dos bancos, dos riscos que envolvem as PMEs. Isso faz com que o custo do financiamento a tais empresas se eleve. A única alternativa, portanto, para as pequenas e médias empresas é o crédito dos bancos públicos e de desenvolvimento, que desenvolvem programas específicos para facilitar o acesso das PMEs ao mercado de crédito.

Carneiro (2009) desenvolve esquemas analíticos que mostram o funcionamento do sistema baseado no crédito e do sistema baseado no mercado de capitais. O autor utiliza conceitos da teoria de Marx, posteriormente explanada por Kalecki, que divide a economia em departamentos. Em tais esquemas, o autor coloca como atores o investidor, aquele que compra os bens de capital; os produtores de bens de capital; os produtores de bens de consumo; os bancos comerciais; os bancos de investimento; e o mercado de capitais. Nesses esquemas, o autor explicita as diferenças entre os dois sistemas colocados acima.

Na formulação geral realizada pelo autor, os investidores encomendam um bem de investimento junto ao produtor de bens de capital (BK); este, por sua vez, contrai um empréstimo junto ao banco comercial para pagar os salários de seus funcionários, já que possui capacidade ociosa para produzir; o produtor de bens de consumo (BC) também contrai empréstimo junto ao banco comercial para pagar os salários de seus trabalhadores, já que também possui capacidade ociosa; os trabalhadores de BC, por sua vez, consomem os produtos de BC, fazendo com que os produtores de BC cancelem sua dívida com o banco comercial; os trabalhadores de BK também consomem, correspondente à sua massa de salário, os produtos de BC, transformando esse valor no lucro do produtor de BC e, portanto, em sua poupança. A partir desse esquema inicial, a questão que segue é: de que maneira o investidor irá liquidar o empréstimo obtido para a aquisição do bem de capital? O autor irá responder tal questão por meio do sistema baseado no crédito e por meio do sistema baseado no mercado de capitais.

No sistema baseado no crédito, prevalece o descasamento de prazo por parte dos bancos de investimento, parte atuante na consolidação financeira do passivo do investidor, e das empresas. Tal descasamento é solucionado por meio do *funding* entre

empresas e bancos. No mercado de capitais, por sua vez, o autor mostra a grande oscilação dos preços dos títulos.

Variáveis como o autofinanciamento e o endividamento externo são inseridas no esquema como outras duas fontes comuns de financiamento. Na primeira situação, o produtor de bens de capital financia a compra dos bens de capital a partir de seus lucros retidos. Já o endividamento externo é inserido dentro do sistema baseado no mercado de capitais, destacando o caráter altamente especulativo do capital estrangeiro, podendo provocar efeitos deletérios a economia. Em todos estes casos, Carneiro (2009) colocou certas condições especiais, como o baixo grau de preferência pela liquidez, o que permitiu aos atores realizarem seu *funding* junto aos bancos e aos mercados de capitais.

Em sua conclusão, o autor mostra as desvantagens do sistema baseado no mercado de capitais comparativamente ao sistema baseado em bancos, devido ao viés preponderantemente especulativo dos atores atuantes nesses mercados, condição que gera instabilidade nos preços dos títulos e na taxa de juros. Isso faz com que o crédito de longo prazo e a consolidação financeira das empresas não sejam promovidos por esse sistema, pois o interesse dos investidores, principalmente nos mercados de capitais subdesenvolvidos, não é de longo prazo.

Carneiro (2009) defende, portanto, a superioridade do sistema baseado no crédito em relação àquele fundado no mercado de capitais no que tange a questão financiamento do desenvolvimento. Como qualidades apontadas ao *credit base* estão a maior capacidade de avaliar riscos e performances por parte dos bancos, graças a maior quantidade de informações de seus clientes, diferentemente do mercado de capitais, estabilizando assim a oferta de fundos para o financiamento. Outro ponto importante colocado pelo autor é que a baixa liquidez dos empréstimos leva o investidor ao foco nos rendimentos de longo prazo de seu investimento, enquanto no *market base* este foco pode ser desviado para as oportunidades de ganho de capital de curto prazo. Na mesma direção, Studart (1993) também coloca que a grande volatilidade dos mercados de capitais nos países em desenvolvimento (principalmente aqueles que se financiam externamente pelo mercado de capitais, podendo provocar choques externos) fez com que a acumulação necessitasse de maior participação dos bancos privados e/ou de uma maior intervenção governamental. Porém, deve-se ponderar que um sistema baseado em bancos privados fica sujeito ao grau de preferência pela liquidez dessas instituições.

Dessa forma, é necessário pensar em um sistema bancário diversificado, com participação relevante do setor público.

Adicionalmente, vale ressaltar a indicação de Carvalho (2005) sobre a modernização institucional nos países subdesenvolvidos, que permita criar um sistema financeiro com uma participação mais ampla das camadas mais baixas da população. Tal fato permitiria que o mercado de capitais se tornasse menos volátil aos choques externos, em razão do caráter preponderantemente especulativo dos mercados de capitais subdesenvolvidos. Portanto, tanto o *finance* como o *funding* via mercados de capitais deve ser promovido mediante políticas de inclusão da sociedade no sistema financeiro.

2. Financiamento do Desenvolvimento na América Latina nos anos 90

A década de 90 representou significativa mudança no sistema financeiro latino-americano. Nesse sentido, este capítulo se propõe a apresentar os principais assuntos que envolvem o tema do financiamento do desenvolvimento na América Latina nos anos 90. A primeira seção mostra um panorama do sistema financeiro latino americano no período, tratando das principais mudanças, principalmente de pensamento econômico, no ambiente financeiro da região. A segunda seção analisa as condições de *finance* e *funding* no período por meio da compreensão dos impactos da nova estruturação do sistema financeiro nas condições de financiamento. Já a terceira seção, mais analítica, busca mostrar o padrão de financiamento das empresas latino-americanas no período mencionado, apresentando quatro casos marcantes na região: Brasil, Chile, México e Argentina. Na quarta seção, discute-se o papel dos bancos públicos no financiamento do desenvolvimento. Por fim, a última seção discorre sobre o tema da cooperação financeira latino-americana nos anos 90, com os principais organismos multilaterais atuantes no período.

2.1 Panorama do sistema financeiro latino americano na década de 1990

De acordo com Freitas e Prates (1998), a abertura financeira da América Latina na década de 1990 foi parte integrante de um movimento de transformação do mercado financeiro internacional, sendo uma das pautas principais dos programas de estabilização e de reformas neoliberais implementadas a partir da década de 1980 na região.

Na década de 1980, a dinâmica do sistema financeiro internacional sofreu transformações significativas que podem ser sintetizadas nos termos genéricos de globalização financeira, desregulamentação e liberalização financeira, securitização e institucionalização das popanças. Essas transformações foram em parte um desdobramento das tendências já presentes na década de 1970, a partir do colapso do sistema de Bretton Woods (Prates, 2002).

Chesnais (1996), apud Prates (2002), distingue três etapas do processo de globalização financeira. A primeira (1960-79) caracterizou-se por uma internacionalização financeira indireta e limitada, com o surgimento e a expansão do euromercado e dos centros financeiros *off-shore*, como resposta às restrições aos fluxos de capitais americanos em meados da década de 1960. O colapso do sistema de Bretton

Woods e a adoção do regime de câmbio flexível em 1973 foi o ponto de partida de uma instabilidade cambial e monetária crônica, promovendo ainda mais o euromercado e os fluxos financeiros internacionais.

A segunda etapa (1980-85) iniciou-se no final de 1979, com a implementação pelos EUA e pela Inglaterra das políticas de desregulamentação e liberalização financeira, adotadas nos anos seguintes pelos demais países centrais. O monetarismo e o liberalismo tornaram-se os novos pilares dessas políticas, cujo principal objetivo passou a ser a estabilidade de preços. As políticas monetárias restritivas atingiram o objetivo de reduzir a inflação, mas causaram novos desequilíbrios. A queda da inflação não foi acompanhada por uma redução das taxas de juros nominais, tendo como consequência um aumento das taxas reais. A manutenção dos juros reais num nível elevado ao longo da década de 80 pode ser entendida como consequência do novo modo de regulação financeira internacional, imposto pela finança liberalizada. Uma importante resultante desse novo modelo foi o processo de securitização, que se iniciou com a transformação dos empréstimos bancários (ativos não negociáveis) em títulos negociáveis na primeira metade da década de 80 em função dos problemas de liquidez e solvência dos bancos americanos, juntamente com a crise da dívida externa e as próprias transformações financeiras em curso (Chesnais, 1996 apud Prates, 2002).

Por fim, a terceira fase, iniciada em 1986, caracterizou-se pela generalização da arbitragem de taxa de juros e da abertura e desregulamentação da bolsa de valores dos países centrais, pela ocorrência de vários choques financeiros e bilhas especulativas – nas bolsas de valores, nos mercados imobiliários e de *securities* – e, finalmente, pela incorporação dos mercados emergentes (Chesnais, 1996 apud Prates, 2002).

Adicionalmente, como bem observa Beluzzo (1997), o fator chave para os aumentos dos fluxos de capitais privados para os países latino-americanos foi a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária ocorrida nos países desenvolvidos (principalmente EUA e Japão) entre o final da década de 80 e o começo da década de 90. Os bancos centrais desses países promoveram reduções acentuadas nas taxas de juros a fim de diminuir a insolvência dos bancos, empresas e famílias (efeito Ponzi). Nesse contexto, os investidores institucionais deslocaram uma fração marginal desse capital para a América Latina, já que a região apresentava, em média, taxas de juros mais elevadas, proporcionando altos ganhos no curto prazo.

No México, por exemplo, as reformas do sistema financeiro doméstico se iniciaram já nos 80, com a liberalização das aplicações de não residentes nos mercados de ações, de títulos públicos e monetário. Na Argentina, o plano de conversibilidade de 1991 estabeleceu um regime de câmbio fixo com conversibilidade monetária, ou seja, instituiu um regime de *currency board*. Foi por meio da legalização da dolarização que a Argentina procurou eliminar a hiperinflação e reverter a desmonetização.

No caso do Brasil, a abertura financeira na década de 90 liberalizou os investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico. O grande passo nesse sentido ocorreu no governo Fernando Collor de Mello (1990-1992), com a edição do Anexo IV à Resolução 1289 (em 1991). Nesta modalidade, instituições financeiras não-residentes podiam adquirir diretamente qualquer tipo de título de renda variável disponível no mercado. Várias modalidades de investimentos de portfólio estrangeiros foram instituídas no país, por meio de fundos de investimentos e concentradas no mercado de câmbio comercial.³ Entretanto, contrariamente aos casos da Argentina e México, o nível de dolarização não se elevou com o aumento do influxo de capital estrangeiro, já que o país, juntamente com Chile e Colômbia, manteve alguns instrumentos de controle de ingressos de capitais externos, como a proibição de depósitos e empréstimos em moeda estrangeira de residentes e não-residentes no sistema bancário local.

Portanto, conforme observa Cintra (1999), o início dos anos 90 foi caracterizado pela notável recuperação dos fluxos de capitais internacionais privados para os países da América Latina. Dessa forma, a restrição externa vivida na década de 80 foi aliviada graças ao processo de inserção financeira desses países no processo de globalização, o qual atribuiu viabilidade às experiências bem-sucedidas de estabilização monetária nos países da região. A Tabela 1 explicita a abertura profunda da conta de capitais dos países latino-americanos, bem como o processo de desregulamentação financeira exigido para esse novo panorama do sistema financeiro.

³ As modalidades de investimento de porta-fólio diferenciam-se tanto em relação ao tipo de instrumento utilizado – entrada direta ou mediante fundos de investimento – quanto ao segmento do mercado de câmbio pelo qual são realizadas. No Brasil, o mercado de câmbio oficial possui dois segmentos: o mercado de câmbio comercial, no qual são realizadas as transações comerciais e financeiras para a economia (balança comercial, serviços fatores, dívida externa, investimentos diretos estrangeiros e as modalidades de investimentos de porta-fólio); e o mercado de câmbio flutuante, no qual são efetuadas as demais operações, como transferências unilaterais, turismo, etc. (Pires de Souza, 1993).

Tabela 1: Fluxo Líquido de Capitais para os Países Emergentes, América Latina e Brasil – 1990 a 1998

Discriminação	US\$ Bilhões								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Total Mercados Emergentes	47,7	123,8	119,3	181,9	152,8	193,3	212,1	149,2	64,3
Investimento Estrangeiro Direto	18,4	31,3	35,5	56,8	82,6	96,7	115	140	131,3
Portfólio	17,4	36,9	51,1	113,6	105,6	41,2	80,8	66,8	36,7
Empréstimos Bancários e Outros	11,9	55,6	32,7	11,5	-35,5	55,4	16,3	-57,6	-103,3
Total América Latina	13,7	24,1	55,9	62,6	47,5	38,3	82	87,3	69
Investimento Estrangeiro Direto	6,7	11,3	13,9	12	24,9	26	39,3	50,6	54,1
Portfólio	17,5	14,7	30,3	61,1	60,8	1,7	40	39,7	33
Empréstimos Bancários e Outros	10,5	-2	11,7	-10,6	-38,2	10,6	2,7	-3,1	-18,1
Total Brasil	8,1	3,1	14,1	12	10	33,1	35,2	20,5	17,1
Investimento Estrangeiro Direto	0,3	0,1	1,9	0,8	2	2,8	10	15,5	25,2
Portfólio	0,5	3,8	14,5	12,3	51,1	11,7	21,4	10,5	17,5
Empréstimos Bancários e Outros	0,3	-0,8	-2,3	-1,2	-43,2	18,6	3,8	-5,5	-25,4

Fonte: Adams et al. (1999, p. 92-93). Opud Cintra (1999, p. 8)

Nota-se a importância significativa do investimento de portfólio - de natureza especulativa, não ampliando assim os investimentos produtivos, mas somente o consumo - no Brasil e na América Latina até meados da década de 1990, antes da reversão dos fluxos de capitais estrangeiros com a crise mexicana em 1994. Cabe salientar outros dois importantes destinos dos fluxos de capitais externos:

- Aplicações de renda fixa que serviram de *funding* à ampliação do crédito ao consumo e da especulação imobiliária. Tal mercado de títulos financeiros era dominado exclusivamente por títulos públicos, dado o histórico latino americano de instabilidade dos preços, o que impossibilitara a formação de um mercado de títulos de renda fixa. Lembrando que tais operações são de curto prazo.

- Financiamento do comércio exterior (graças à liberalização comercial), em sua maioria das importações. Em 1996, 65% das exportações brasileiras eram financiadas por crédito externo de curto prazo.

Pode-se verificar também na Tabela 1 um aumento expressivo do Investimento Direto Estrangeiro (IDE) na América Latina no período, passando de US\$ 6,7 bilhões em 1990 para US\$ 54,1 bilhões em 1998. Segundo Medeiros (1997), parte significativa desse investimento foi canalizada para o setor financeiro (bancos), para aquisições patrimoniais em serviços de utilidade pública e para compras de empresas em crise e com baixíssimo valor de mercado. De um lado, esse movimento foi estimulado pela nova dinâmica concorrencial das instituições financeiras dos países industrializados,

com o surgimento dos bancos múltiplos, bem como pela concentração dos mercados bancários nacionais, por meio de processos de fusão e aquisição. De outro lado, foi viabilizado pela flexibilização das restrições existentes em diversos países latino-americanos em relação à instalação de filiais, à participação de não-residentes no capital social das instituições nacionais e às atividades dos intermediários financeiros estrangeiros nos mercados locais (Freitas e Prates, 1998). No Brasil, por exemplo, grande parte do capital estrangeiro se destinou à compra de ações de empresas estatais (Vale do Rio Doce, Petrobrás, Eletrobrás, Telebrás, entre outros) e de bancos.

Esse aumento da entrada de capitais estrangeiros nos países latino-americanos foi interrompido com a crise mexicana em 1994⁴, que provocou uma reversão das expectativas por parte dos investidores estrangeiros, ocasionando o “efeito manada” em direção aos mercados mais seguros, atingindo, assim, outras economias emergentes. Dessa forma, tal instabilidade inerente a essa nova configuração do sistema monetário e financeiro internacional, refletida na volatilidade dos fluxos de capitais, provocou também as crises brasileira (1998/1999) e argentina (2001/2002).

Nos casos de México e Argentina, pode-se dizer que ocorreram as chamadas crises gêmeas, ou seja, crises cambiais e crises bancárias (financeira). Em ambas houve uma profunda desvalorização da moeda, com diminuição drástica das reservas de dólar, e insolvência dos bancos que possuíam a maior parte dos seus passivos em dólar. A dolarização tanto no México como na Argentina, provocada pela abertura financeira, implicou um descasamento de moeda nos balanços bancários. No caso brasileiro, o baixo grau de dolarização da economia atenuou o descasamento de moeda, fazendo com que a crise cambial não fosse acompanhada de uma crise bancária – inclusive por conta da existência títulos públicos indexados ao câmbio que viabilizou não apenas a socialização dos prejuízos, como ganhos de muitos grandes bancos com operações cambiais, embora algumas instituições pequenas tenham sofrido prejuízos.

Assim, no caso brasileiro, a fuga de capitais foi acompanhada pela fragilização das contas públicas. Essa característica também pode ser observada no caso mexicano (Prates, 2002). Tal reversão dos fluxos pode ser percebida na Tabela 1. Em 1995, o

⁴ A crise mexicana teve como seu “epicentro” o mercado de *Tesobonos*. A dimensão do estoques destes títulos em poder dos não-residentes, que superava as reservas internacionais, aumentou a vulnerabilidade do balanço de pagamentos e das contas públicas a uma possível reversão dos fluxos de capital. Diante da crescente desconfiança em relação à capacidade do governo mexicano de honrar o pagamento desses títulos, os investidores estrangeiros passaram a vender suas posições (Penido & Prates, 1998).

fluxo líquido de capitais privados na América Latina foi de US\$ 1,7 bilhões, contra US\$ 60,1 bilhões em 1994.

Dessa forma, a questão central para o cenário apresentado acima é: em que medida a retomada dos fluxos privados internacionais de capitais propiciou a viabilização de condições adequadas de financiamento para os principais países da região. Passemos a explorar esse ponto.

2.2 As condições de *finance* e de *funding* na América Latina

Os processos de liberalização e desregulamentação financeira verificados nos principais países latino-americanos implicaram expressivo aumento da participação do capital estrangeiro no sistema financeiro dos países da região, ainda que em diferentes intensidades, tanto no financiamento produtivo como no financiamento do consumo. Como consequência, o sistema bancário latino-americano passou por profundas modificações nos anos 1990.

A primeira delas se relaciona com as fontes de lucro dos bancos. A taxa média de inflação na América Latina foi de 11% na década de 1990, contra mais de 300% nos anos 1980. Por um lado, a redução significativa do patamar inflacionário e, conseqüentemente, a erosão de uma das principais fontes de lucro de uma parte importante do sistema financeiro, as receitas inflacionárias, implicou um redimensionamento dos sistemas bancários, especialmente os de varejo. Por outro lado, o novo panorama do sistema financeiro internacional abriu novas oportunidades de atuação para os agentes financeiros, como na área de administração de recursos de investidores institucionais, estruturação de programas de privatização e *project finance* e lançamentos de ações (IPO) e títulos de empresas domésticas no país e no exterior. Esses novos serviços financeiros, advindos da nova configuração do mercado financeiro internacional, foram oferecidos na América Latina predominantemente por bancos de investimentos estrangeiros. Os grandes conglomerados financeiros da região também passaram a participar mais ativamente desse segmento de mercado mediante a associação com bancos estrangeiros na área de investimentos (Cintra, 1999).

Outra grande modificação consistiu na abertura do sistema bancário latino americano ao capital estrangeiro, principalmente após as crises bancárias que atingiram Argentina, México, Venezuela e Brasil (em menor escala). A consolidação do sistema foi promovida pela liquidação dos bancos mais frágeis e pela facilitação da absorção

pelas instituições mais hígdas. Os órgãos de regulamentação financeira também adotaram mecanismos que atraíram ainda mais o capital estrangeiro, como a adoção dos princípios básicos do acordo da Basiléia (ativos ponderados pelo risco), aperfeiçoamento dos regimes contábeis, por meio de auditorias, para dificultar a maquiagem dos balanços e fortalecimento dos sistemas de supervisão, exercido pelos bancos centrais.

Entre outubro de 1995 e abril de 1998, 24 instituições financeiras foram autorizadas a se instalar no Brasil, seja por meio de aquisições do controle acionário de entidades nacionais, seja por meio da instalação de subsidiárias, seja ainda mediante a abertura de empresas de arrendamento mercantil. O banco Bilbao Viscaya, por exemplo, investiu desde 1995 US\$ 2,5 bilhões na aquisição de diversas instituições em diversos países na América Latina (México, Colômbia, Venezuela e Brasil). O Santander também ampliou sua participação no sistema bancário latino-americano, principalmente no setor varejista, investindo US\$ 3,4 bilhões em diversos bancos latino-americanos nos anos 90. O Quadro 1 detalha tais fusões e aquisições ocorridas na região no interregno 1995-1999. Portanto, esse movimento aumentou a participação de bancos estrangeiros no ativo total do sistema bancário da região.

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

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

Fontes: Freitas e Prates (1998) e Camargo (1998) apud Cintra (1999)

Entretanto, essa grande dominância do capital estrangeiro no mercado bancário latino-americano não se refletiu em maior disponibilidade de crédito de longo prazo para o investimento produtivo. Na verdade, as grandes modificações do *finance*, diante dessa nova configuração do sistema financeiro, foram: uma maior emissão de papéis no exterior; e uma predominância do crédito externo para projetos de investimentos produtivos e não produtivos (financeiros), ante o custo mais baixo comparativamente ao crédito doméstico.

Como observa Cintra (1999), os bancos foram um dos maiores responsáveis pelas captações externas, utilizando os recursos para repasse, bem como para arbitragens da taxa de juros (dada a eliminação da necessidade de casar a captação externa com a demanda interna). Como no Brasil não foram permitidos depósitos de não residentes, o único instrumento de canalização de capitais externos por meio do sistema bancário foi o de repasses de recursos captados pelos bancos através da emissão de títulos no exterior no âmbito das Resoluções 63/1967, 2.149/1995, 2.170/1996,

2.316/1996. Portanto, tem-se que a grande entrada de capital estrangeiro nos países latino-americanos impactou o sistema bancário da região, consolidando e desnacionalizando o setor, por meio das fusões e aquisições, e aumentando a participação do crédito externo no financiamento das empresas.

A Tabela 2 retrata tal situação, mostrando o aumento participação do crédito de bancos estrangeiros no crédito doméstico. Entretanto, como será discutido mais adiante, a contribuição do crédito privado estrangeiro no financiamento do desenvolvimento da região foi reduzida, devido ao foco desses bancos em outros nichos de mercado, principalmente o consumo ou o mercado de títulos.

Tabela 2: Participação do crédito de bancos estrangeiros no total do crédito doméstico

	1990	1995	2000
Brasil	3.8	6.6	16.9
Argentina	4.1	5.3	23.6
México	0.7	4.4	45.8
Bolívia	0.2	0.7	10.2
Chile	14.3	20.5	53.7
Colômbia	0.5	2.6	18.9
Equador	5.1	1.7	1.0
Guiana	0.0	2.0	6.5
Paraguai	15.8	12.3	40.4
Peru	0.0	8.3	22.9
Suriname	0.0	0.1	0.0
Uruguai	3.8	5.5	15.9
Belize	36.0	20.1	35.8
Costa Rica	0.0	2.4	2.8
El Salvador	0.7	2.1	7.2
Guatemala	1.6	0.9	8.7
Honduras	3.7	3.5	2.7
Nicaragua	0.0	0.0	0.0
Panamá	31.2	31.8	35.4

Fonte: BIS e FMI. Elaboração Própria

Créditos em moeda local fornecidos por bancos estrangeiros (incluindo cross-border credit e crédito doméstico para bancos. Para Brasil, Chile e México, também está incluído crédito em moeda estrangeira fornecido por bancos estrangeiros para os respectivos setores não-bancários domésticos.

Fontes: BIS e FMI. Elaboração Própria

A grande participação dos créditos de bancos estrangeiros no Chile ao longo da década é explicada pela liquidação de 16 instituições financeiras, dentre elas os dois maiores bancos chilenos (Banco do Chile e Banco de Santiago), após a crise nos anos 1980. Tal fato levou a uma maior participação do capital estrangeiro nas instituições

financeiras chilenas (US\$ 500 milhões em 1990 para US\$ 2 bilhões em 2003). Entretanto, vale ressaltar que a relação entre obrigações externas e ativos externos no país reduziu de 6/1 para 2,5/1 entre 1990 e 2003. Tal fato deveu-se, em grande parte, à taxa de poupança relativamente elevada, que permitiu aos bancos financiar a maioria de suas atividades internamente (Stallings, 2006).

Já no caso mexicano os bancos estrangeiros aproveitaram as medidas de flexibilização das condições de acesso após a grave crise financeira de 1995, adquirindo participações no capital social das instituições locais (Prates e Freitas, 1998). Inicialmente, foram excluídos desse processo os três maiores bancos do país. Entretanto, em 1997, essa restrição foi retirada e, logo depois, BBVA, Santander e Citibank adquiriram os três maiores bancos do país. O HSBC comprou o quarto. Como resultado, no final da década, apenas um dos cinco bancos comerciais mais importantes era nacional. Os bancos estrangeiros, portanto, dominaram o sistema bancário local a partir da segunda metade da década e possuíam, em 2002, 80% dos ativos comerciais, sendo essa a porcentagem mais elevada na América Latina no período (Stallings, 2006).

Já em relação ao sistema bancário argentino, pôde-se observar a combinação de três movimentos: i) desregulamentação, por meio da eliminação gradual de barreiras legais à atuação de bancos comerciais e outras instituições financeiras nos diversos segmentos do mercado financeiro doméstico e internacional; ii) maior abertura financeira, tanto para a captação de recursos externos pelas instituições locais, como para a entrada de novas instituições estrangeiras; iii) permissão para a emissão de depósitos e realização de empréstimos em moeda estrangeira. A combinação de desregulamentação e abertura acabou por gerar um sistema financeiro aberto ao capital estrangeiro, concentrado e formado por bancos universais sem restrições legais para operarem, e marcado por uma grande dolarização de passivos e ativos (Mendonça, 2009).

Após o processo de liberalização, o sistema bancário argentino passou por vários momentos de fragilidade, com destaque para os resultados do “efeito tequila” em 1995⁵ e, de forma mais intensa, para a crise de 2001. No primeiro momento, a

⁵ “Efeito tequila” é o nome utilizado para o efeito manada causado pela crise mexicana iniciada em 1994. Os investidores estrangeiros retiraram seus capitais dos mercados financeiros emergentes, que apresentavam maior risco, em direção a mercados mais seguros, temendo uma instabilidade no balanço de pagamento e nas contas públicas dos países emergentes.

fragilidade resultou do transbordamento da situação mexicana. O regime de câmbio fixo sofreu pressões e ocorreu uma corrida ao setor bancário, agravada pela elevada dolarização dos passivos. Observou-se ainda um amplo processo de quebra de empresas financeiras (51 instituições faliram) e inúmeras fusões e aquisições, processo este respaldado pelo Fundo Fiduciário de Capitalização Bancária, criado pelo governo argentino para facilitar as transferências de propriedades (Mendonça, 2009).

De modo geral, a mudança na estrutura do sistema bancário verificada na região no período considerado não alterou as características do crédito bancário privado nos principais países latino-americanos. Os empréstimos das instituições financeiras privadas apresentavam altos custos - que se elevaram, durante os anos 90, com o aumento da taxa de juros e a desregulamentação e liberalização financeira - e prazos reduzidos, reflexo da grande preferência dos bancos, no período, por títulos rentáveis no mercado de capitais.

Já o impacto do aumento do fluxo de capitais estrangeiros nos mercados de capitais latino-americanos na década de 1990 foi mais brando, ou seja, não se percebeu uma mudança substancial na América Latina, especificamente no que diz respeito ao financiamento do desenvolvimento. Isso porque apesar da dinamização do mercado secundário de ações no período, ante o aumento do investimento de portfólio na região, observou-se baixo volume de emissões primárias, o que refletiu um movimento de natureza essencialmente especulativa. Dessa forma, o mercado de capitais dos países da região se manteve restrito às grandes empresas, na maioria estatais recém-privatizadas, sendo que o *funding* por meio do mercado de capitais se tornou mais difícil, já que a poupança financeira estava alocada preponderantemente em operações de curto prazo. Dessa forma, se constituía nos países latino-americanos um mercado secundário em total descompasso com o mercado primário de capitais.

No Brasil, esse caráter altamente especulativo da expansão do mercado de capitais foi percebido no triênio 1992-1994. Neste período, observou-se um mercado secundário dinâmico, porém em total descompasso com o mercado primário de ações. A relação entre os volumes negociados nos dois segmentos (secundário/primário) saltou para 14,2 vezes, ante 0,3 no período 1990-1991. Segundo Hermann (2010), aquele foi um perfil típico de mercados de capitais “imatuross”, cujos títulos não inspiram confiança necessária para a espera de rendimentos (dividendos) no longo

prazo.

Já no período 1994-1998, houve um maior número de empresas abertas em relação ao período anterior (aumento de 21%), levando a um aumento nas emissões primárias. Isso reduziu a relação entre o mercado secundário e primário para 8,4, denotando um caráter menos especulativo. Entretanto, essa fase expansiva do mercado de capitais brasileiro foi interrompida com a crise cambial de 1999, fazendo com que todos os números alcançados no período anterior (depois do Plano Real) apresentassem resultados de retração. Esse movimento do mercado de capitais brasileiro refletiu a forte presença de capitais que visavam ganhos de curto prazo, seja por meio do diferencial de taxa juros (interna e externa), dada a configuração do sistema financeiro mundial, seja mediante a compra de ações de empresas recém privatizadas.

O comportamento volátil dos capitais estrangeiros foi explicitado pelo mercado de capitais mexicano na década de 90. De acordo com Stallings (2006), a capitalização da bolsa de valores mexicana se multiplicou por 20, em valores nominais, de janeiro de 1990 a dezembro de 2003, sendo que a maior parte desse crescimento se deveu ao aumento dos preços dos papéis no mercado secundário. Entretanto, após a crise de 1994, o mercado de capitais registrou uma contração de 42%, fazendo com que, ao final, o valor real da capitalização do mercado em 2003 fosse praticamente igual aos valores alcançados em 1990. Dessa forma, as bruscas oscilações nos preços dos papéis no mercado secundário refletem o caráter pouco profundo dos capitais estrangeiros presentes no México na década de 1990.

No Chile, o mercado de capitais também não sofreu mudanças estruturais no período, com um baixo volume negociado no mercado primário de ações, reflexo do baixo número de empresas entrantes e em total descompasso com a liquidez do mercado secundário. Entretanto, observou-se no mercado chileno uma importante alteração do lado da demanda, dada a grande ampliação da poupança institucionalizada, com a reforma dos fundos de pensão no país realizada em 1981, que levou a uma considerável transferência de recursos às recém criadas administradoras de fundos de pensão (AFP), que começaram a buscar investimentos. Inicialmente, os recursos foram concentrados em documentos do Banco Central, hipotecas e depósitos bancários; rapidamente, essas administradoras foram autorizadas a investir em ações e títulos de empresas chilenas e, depois, a expandir suas operações para os mercados

internacionais. Isso fez com que o perfil dos investidores em ações e títulos no mercado financeiro do país fosse diferente das demais economias emergentes, já que os fundos de pensão se caracterizam por investimentos em busca de ganhos a longo prazo, diferentemente do capital de curto prazo, altamente volátil (Stallings, 2006).

Dessa maneira, pode-se apreender que, se é verdade que a inflação alta, num ambiente de instabilidade, contribui para enfraquecer as instituições financeiras e desestimular o ingresso de capital internacional, os programas de estabilização dos anos 90, ancorados a idéia de desregulamentação dos mercados financeiros domésticos e a liberalização dos fluxos de capitais, não possibilitaram um aumento de seus índices de poupança macroeconômica, exceto nos casos de Chile e Equador. Não obstante, no caso destes dois países, o aumento da poupança macroeconômica decorreu da ampliação da poupança interna, em vez da poupança externa. Portanto, embora a abertura financeira tenha proporcionado um aumento da poupança financeira (estoque de ativos financeiros), num contexto de estabilidade de preços, ela implicou uma queda na poupança macroeconômica na maioria dos países (Cintra, 1999).

A Tabela 3, abaixo, demonstra esse comportamento. Fica evidente que os aumentos de poupança externa foram acompanhados por reduções substanciais na poupança nacional, exceto no Chile e no Equador. No México, por exemplo, o investimento em percentagem do PIB aumentou 1,3% entre os períodos de 1983-89 e 1992-94, diante de um aumento na poupança externa superior a sete pontos percentuais. Já no Chile, a queda da poupança externa correspondeu a um aumento da poupança nacional (Cintra, 1999).

Tabela 3: Indicadores macroeconômicos de alguns países latino-americanos

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

Fonte: Cepal apud Cintra (1999)

1) Poupança Nacional Bruta

2) Poupança Externa

3) Investimento Interno Bruto

2.3 Padrão de financiamento das empresas latino-americanas

Esta seção está dividida em três partes. Inicialmente, analisa-se o padrão de financiamento das empresas latino-americanas. Posteriormente, discute-se o padrão de financiamento das pequenas e médias empresas da região, analisando as principais fontes de financiamento de tais companhias e o acesso a essas fontes. Por fim, a análise será direcionada para os principais países da região (México, Brasil, Chile e Argentina), a fim de especificar melhor o tema e obter algumas conclusões.

2.3.1 Padrão de financiamento das empresas latino-americanas: uma visão geral

De acordo com pesquisa realizada pelo World Business Economic Survey (Gráfico 2) no final dos anos 90 com empresários latino-americanos, o financiamento constitui um dos obstáculos mais importantes para o desenvolvimento de empresas por meio de aumentos de produtividade, estando à frente de elementos importantes para o investimento produtivo como infra-estrutura e tributos. Tal fato mostra que a grande

mutação no sistema financeiro latino-americano na década de 90 não resultou, de forma geral, em melhores condições de financiamento para o investimento produtivo.

Gráfico 2: Obstáculos mais importantes para o desenvolvimento empresarial na América Latina



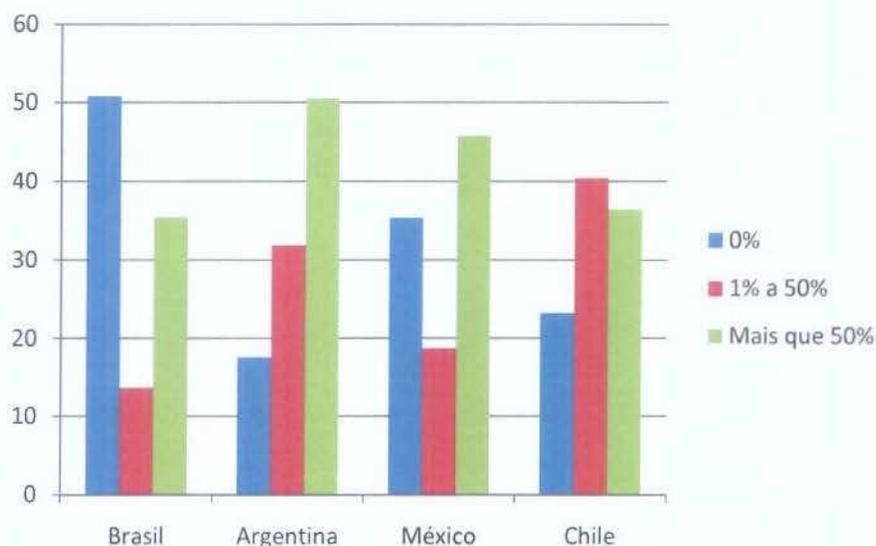
Fonte: BID (2000)

Ao longo da década de 1990, as empresas latino-americanas mantiveram um padrão de financiamento baseado no sistema bancário e, principalmente, no autofinanciamento, ante a insuficiência do crédito bancário na região, se comparado com os países desenvolvidos no mesmo período. A título de comparação, em 2003 a média de crédito bancário da região foi de somente 41% do PIB, contra 96% da Ásia Oriental e 94% dos países do G-7, refletindo a pouca evolução desses números na América Latina, ao longo dos anos 90. Já o financiamento via mercado de capitais evoluiu pouco durante o período na maioria dos países, com exceção do Chile, dada a baixa liquidez do mercado primário de ações e ao acesso restrito a grandes empresas. Deve-se considerar, entretanto, o desenvolvimento do mercado de capitais na região em termos de maior controle e regras das práticas contábeis das empresas abertas latino americanas, com a exigência de auditorias das demonstrações financeiras de tais empresas. Os mercados de títulos também foram pouco profundos, altamente dominados pelo setor público e com um baixo volume de operações.

Em 2000, o Banco Mundial realizou uma pesquisa com uma determinada amostra de empresas em todos os países latino-americanos. Nesse questionário, foi perguntado sobre a participação do autofinanciamento (via lucros retidos) no total de investimentos de cada empresa. O Gráfico 3 ilustra o resultado da pesquisa nos principais países da região – Brasil, México, Chile e Argentina – e revela a grande

participação do autofinanciamento nesses países. Tal fato reflete também a baixa participação, durante os anos 90, do crédito bancário na região, já que o financiamento via lucros retidos era a melhor opção para as empresas na época *vis-à-vis* os altos custos embutidos no crédito bancário.

Gráfico 3 - Autofinanciamento: Brasil, Argentina, México e Chile –Ano 2000



Fonte: Banco Mundial. Elaboração Própria

No que tange ao financiamento via mercado bancário, por sua vez, a desregulamentação dos mercados domésticos e a liberalização financeira modificaram o sistema bancário dos principais países latino-americanos - limitando o controle do Estado sobre a taxa de juros e sobre o volume e os tomadores de crédito - e proporcionaram às empresas novas fontes de financiamento.

Com a entrada dos bancos estrangeiros e uma maior concentração dos mercados bancários nos países da região, abriram-se novas opções de crédito tanto para o setor privado como para o setor público. No caso do crédito bancário doméstico, o setor privado foi o principal demandante nos países, com participações expressivas do setor público em certos momentos. No Chile e Uruguai, por exemplo, o crédito ao setor público representava uma porcentagem do PIB quase nula (UNCTAD, 2008). Entretanto, o crédito ao setor privado se caracterizou por ciclos de expansão e contração, dada a crise bancária ocorrida em muitos países da região em meados da década de 1990. Tal fato explica a importância do crédito ao setor público em certos países latino-americanos, como México e Argentina, onde o governo central atuou por

meio da absorção de créditos podres dos bancos privados. Ademais, em países como o Brasil, por exemplo, verificou-se um aumento da participação dos títulos públicos nas carteiras de ativos dos principais bancos, principalmente para fins de financiamento da dívida pública e nos momentos de contração do crédito ao setor privado. A preponderância do setor privado como principal demandante de crédito bancário doméstico não refletiu, com efeito, uma evolução desse segmento em relação ao crédito total, como mostra a tabela 4. Com a exceção do Chile, o aumento do crédito total não foi acompanhado por uma evolução de igual tamanho no crédito ao setor privado nos países latino-americanos listados.

Tabela 4 - América Latina: Crédito de Bancos Nacionais 1990 e 2003

	Crédito Total (%)		Crédito ao Setor Privado (%)	
	1990	2003	1990	2003
América Latina	34	41	23	22
Argentina	26	36	16	11
Brasil	45	46	31	29
Chile	48	64	45	62
Colômbia	18	32	16	20
México	22	42	15	16
Peru	19	25	8	22
Venezuela	19	16	17	10

Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI), International Financial Statistics Yearbook (2001 e 2004)

Dessa forma, quais fatores explicam o comportamento do crédito ao setor privado no período? O crédito bancário doméstico na região se caracterizava pelo alto custo, dada as altas taxas de juros do período, e de curto prazo (até 360 dias), sendo que os empréstimos de longo prazo exigiam garantias e *covenants* (exigências contábeis e financeiras dos bancos) que dificultavam a contratação pelas empresas. Tais condicionantes influenciaram negativamente as decisões de investimentos produtivos do setor privado, já que, na maioria dos casos, a eficiência marginal dos investimentos em questão era incompatível com as altas taxas de juros⁶. Com isso, a grande demandante de créditos bancários foram as famílias, que aumentaram a participação no volume total de crédito ao setor privado, ao longo da década de 90, conforme mostram os dados da

⁶ Segundo relatório da UNCTAD sobre fontes de financiamento, a alta e crescente rentabilidade dos bancos mostra que é a falta de competência, e não unicamente um maior nível de riscos ou os elevados custos de financiamento (custos de transação), que permite aos bancos impor taxas de juros reais relativamente altas. De acordo com o texto, as crises bancárias da década de 1990 mostraram o risco que pode correr o sistema bancário quando se pretende alcançar grande rentabilidade por meio de diferenciais de juros. Essa busca pode ter levado os bancos a subavaliar os empresários tomadores de empréstimos, fazendo com que se acumulassem créditos falidos nos ativos dos bancos.

Tabela 5. Apesar da evolução do empréstimo bancário ao setor manufatureiro, este diminuiu sua participação no volume total de crédito, sendo que na Argentina e no Chile essa redução foi expressiva ao longo da década estudada.

Tabela 5: Composição do crédito bancário ao setor privado (Porcentagem do Total)

	Setor Primário		Setor Manufatureiro		Comércio		Famílias		Outras atividades do setor privado	
	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000
Argentina	10,1	10,4	31,9	15,3	8,1	9,0	20,8	29,7	29,1	35,6
Brasil	11,3	8,8	26,8	27,9	10,3	10,6	35,8	38,0	15,4	15,0
Chile	14,8	6,6	17,1	11,1	19,8	12	18,9	29,9	29,4	40,4

Fonte: Cálculos da secretaria da UNCTAD, baseados em dados dos bancos centrais nacionais e FMI.

Nota: As "outras atividades do setor privado" são o setor da construção, eletricidade, gás, água e outros serviços.

Stallings (2006) enfatiza ainda que a evolução do crédito bancário na América Latina foi bem menos acentuada nos anos 90 em comparação com o mercado de títulos, notadamente de papéis do setor público. De maneira geral, o setor público foi o principal tomador de empréstimos da América Latina, com uma arrecadação de US\$ 2 bilhões entre 1990 e 2003, enquanto o setor privado recebeu somente US\$ 260 milhões no mesmo período. Esse aumento do mercado de títulos do governo no período esteve diretamente relacionado ao financiamento do déficit público registrado em vários países latino-americanos. No Brasil e no México, por exemplo, os governos utilizaram muito desse expediente, tendo como intermediadores financeiros os bancos.

Com as baixas taxas de juros internacionais e o aumento da participação do capital estrangeiro no sistema bancário, observou-se um aumento na captação de recursos externos pelas empresas de grande porte com capacidade de participar dos mercados internacionais de capitais, via colocação de títulos no exterior (*fixed rate notes, commercial papers, Export Securities, Títulos e Debêntures Conversíveis em Ações, American Depositary Receipts – ADRs –* entre outros). Estima-se que mais de cinquenta empresas latino-americanas tiveram suas ações cotadas na bolsa de Nova Iorque, a maioria na forma de *American Depositary Receipts (ADRs)*, outras negociadas em mercados de balcão. As emissões brutas de bônus dos países latino-americanos saltaram de US\$ 23 bilhões em 1995 para US\$ 54,1 bilhões em 1997. Em média, Argentina, Brasil e México captaram, juntos, 85% do volume total (Cintra 1999).

Entretanto, seguindo a mesmo o mesmo cenário apresentado no mercado nacional, um terço dos bônus emitidos no final da década de 90 correspondia a emissões

do governo. As porcentagens vão de 31% no Chile a 96% no Peru. Apenas 16% dos títulos foram emitidos por companhias não financeiras na América Latina, contra 35% na Ásia Oriental, por exemplo. Portanto, na América Latina, os mercados de bônus nacionais e internacionais constituíram, em boa parte, o terreno dos governos que necessitavam financiar seus déficits. Ademais, os empréstimos externos, realizados pelas instituições financeiras estrangeiras que se instalaram nos países da região, foram muito usados pelas empresas não financeiras latino-americanas. As condições de prazo - curto prazo (entre 180 e 360) - eram parecidas aos do crédito doméstico, mas o custo, como já mencionado, era mais favorável ao mercado externo, que oferecia uma taxa de juros menor que as encontradas na região.

Um dos principais setores que utilizou o financiamento externo nos anos 1990 foi o comércio exterior, sendo que uma parte considerável desse volume foi destinada às importações, tendo em vista o processo de liberalização comercial ocorrido no período na maioria dos países.

A Tabela 6 demonstra a participação das diferentes fontes de financiamento externo supracitadas, em % do PIB, em alguns países latino-americanos entre 1995 e 2003. Com exceção da Argentina – que mostrou uma grande evolução no mercado de títulos internacionais, em razão da maior participação de títulos públicos no exterior, e uma importância significativa do mercado internacional como fonte de financiamento (101% do PIB), reflexo da grande participação do capital externo na economia – e da Colômbia, os outros países apresentaram um predomínio do empréstimo bancário estrangeiro como fonte de financiamento usada por empresas e famílias, mostrando, assim, que o setor privado (financeiro e não financeiro) foi o responsável pela maior parte das captações externas, apesar da evolução da emissão de títulos nos mercados internacionais verificada em todos os países.

Tabela 6: Participação nos Mercado Financeiros Internacionais, 1995 e 2003

Região e País	Empréstimos Internacionais		Títulos Internacionais em circulação		ADR		Total	
	1990	2003	1990	2003	1990	2003	1990	2003
América Latina	15	29	2	19	1	2	20	50
Argentina	16	28	6	68	2	5	24	101
Brasil	11	22	3	17	0	2	14	41
Chile	33	70	1	14	2	3	36	87
Colômbia	13	15	2	17	0	0	15	32
México	22	34	9	12	4	2	35	48
Peru	11	22	0	4	0	2	11	28
Venezuela	16	22	5	17	0	0	21	39

Fonte: Banco de Pagamentos Internacionais e FMI

Já em relação ao mercado de capitais, o que se observou nos anos 1990 na América Latina, do ponto de vista das empresas, foi um financiamento pouco significativo mediante a emissão por ações, apesar da dinamização do mercado secundário, em alguns países, mostrada nos tópicos anteriores. De acordo com Cintra (1999), tal cenário esteve relacionado a diversos fatores, entre os quais:

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

patrimonial para subscrever ações. Tal situação não agradava as empresas, que teriam que alterar seu balanço e seus resultados para dar seqüência ao financiamento por meio de emissões de ações.

Assim, fica evidente que o aumento da capitalização e da liquidez no mercado secundário constitui condição necessária, porém não suficiente, para a superação das fragilidades estruturais do mercado de capitais como fonte de financiamento das empresas, particularmente na América Latina. Todavia, a despeito de os custos envolvidos na abertura de capital e manutenção do registro em Bolsa serem muito elevados para as empresas de médio porte, a abertura financeira facilitou o processo de abertura de capital nos principais países latino-americanos, pois implicou uma crescente padronização das práticas contábeis e dos procedimentos de abertura de capital, lançamentos de títulos e listagem em bolsa.

A Tabela 7 demonstra o comportamento do mercado de capitais dos principais países latino-americanos, entre 1990 e 2003.

Tabela 7: Indicadores dos Mercados Nacionais de Ações, 1990 e 2003

Região e País	Capitalização de Mercado ^a		Coeficiente de transações ^b		Número de empresas registradas		Índices de Preços ^c	
	1990	2003	1990	2003	1990	2003	1990	2003
América Latina	8	34	30	20	1624	1238	326	1288
Argentina	2	30	34	6	179	107	268	1033
Brasil	4	48	24	32	581	367	41	369
Chile	45	119	6	10	215	240	839	3227
Colômbia	4	18	6	3	80	114	300	783
México	12	20	44	21	199	159	761	2145
Peru	3	27	n.d.	6	294	197	n.d.	357
Venezuela	17	4	43	4	76	54	552	182

Fonte: Banco Mundial

a) Capitalização do mercado como porcentagem do PIB.

b) Valor das ações comercializadas em relação à capitalização do mercado.

c) 1984=100, exceto o Peru, onde 1992=100.

Os dados revelam que Brasil e Chile possuíram os mercados de ações mais importantes da América Latina, considerando-se a capitalização de mercado. O quadro também mostra o coeficiente de transação, que é um indicador de quão ativo foi o mercado secundário de cada país. A medida se define como o valor total das ações comercializada durante um determinado período dividido pela capitalização média do

mercado durante o mesmo período. O coeficiente é importante, pois os investidores estão mais dispostos a colocar dinheiro em mercados de ações com liquidez. Por outro lado, conforme analisado nas seções anteriores, um mercado de ações com elevada liquidez não se traduz em maior profundidade desse mercado, já que, como demonstra os dados acima, embora Brasil e México possuam os maiores coeficientes de transações, seus mercados de ações caracterizaram-se por serem poucos profundos durante o período, com a predominância do capital de curto prazo.

Esse baixo grau de profundidade dos mercados de capitais latino-americanos, aliado aos fatores listados acima por Cintra (1999), provocou uma diminuição do número de empresas registradas nos mercados de ações de 1624 empresas para 1238 entre 1990 e 2003. Dessa forma, o aumento da capitalização verificado nos mercados de ações latino-americanos, não facilitou o acesso de um grande número de empresas a essa fonte de financiamento (UNCTAD, 2006). De acordo com a Tabela 7, o índice dos preços das ações subiu de 326 para 1288 entre 1990 e 2003, mostrando que a maior capitalização na década é reflexo de uma elevação dos preços dos papéis. Para efeitos de comparação, como mostra Stallings (2006), a região da Ásia Oriental também mostrou um aumento na capitalização do mercado de capitais durante o período, porém apresentou também uma elevação do número de empresas entrantes nesse mercado, o que reflete uma maior utilização do financiamento via mercado de capitais na região.

Já em relação às micro, pequenas e médias empresas (PMEs), constatou-se, na década de 90, uma grande dificuldade no acesso ao financiamento. Os principais pontos que dificultavam tal acesso eram os altos custos dos empréstimos outorgados pelos bancos, as garantias ou os *covenants*⁷ exigidas nos contratos de empréstimos, bem como os prazos curtos dos créditos concedidos, condições que dificultavam o financiamento dos projetos de investimento de longo prazo.

A Tabela 8 mostra o acesso das PMEs ao crédito bancário no começo dos anos 2000, em % do total. Pode-se notar que as empresas chilenas eram as que possuíam maior acesso ao crédito no período, notadamente graças ao sistema financeiro público (Banco Estado). Argentina e México apresentaram resultados inferiores em relação à maioria dos países latino-americanos, mostrando a dificuldade de acesso da PMEs a esse mercado.

⁷ Índices de desempenho financeiro da empresa. Dependendo do resultado desse índice a empresa pode ser obrigada a realizar o pagamento imediato do empréstimo

Tabela 8 - Acesso das PMEs ao Crédito Bancário (em %)

	Argentina (1999)	Chile (2000)	México (2000)	El Salvador (1999)	Colômbia (1996)	Perú (1996)
Pequenas	n.a.	68	25	44	n.a.	n.a.
Médias	n.a.	76	36	69	n.a.	n.a.
PMEs	49	72	31	57	68	63

Fonte: Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)

Adicionalmente, o acesso dessas empresas às instituições de microcrédito não foi relevante no período. Um estudo do World Bank mostra que somente 2,6% das 59 milhões de microempresas latino-americanas tiveram acesso a esses órgãos em 2000.

Dessa forma, muitas PMEs latino-americanas recorreram ao capital próprio para viabilizarem seus planos de expansão. No Chile, que apresentou a maior cobertura bancária das PMEs na região em 2000, 68% do financiamento de tais empresas eram obtidos por meio do capital próprio. Na Argentina esse número chegou a 74%. Tais resultados eram diferentes daqueles apresentados pelos países desenvolvidos. Nos Estados Unidos, 50% do financiamento das PMEs eram obtidos no mercado bancário e apenas 20% provinham do capital próprio.

Dentre as reclamações apresentadas por essas empresas, a mais importante referia-se ao alto custo dos empréstimos bancários. Um Estudo do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) mostrou que o sistema bancário emprestava a uma taxa de 18% ao ano à pequena empresa e 15% ao ano à média empresa em El Salvador. No Chile as pequenas empresas se endividavam a uma taxa de 30%. A explicação dada pelos bancos é a assimetria de informação existente entre o microempresário e o sistema bancário, o que elevava o risco e, conseqüentemente, os juros do empréstimo.

Dessa forma, a participação do Estado na disponibilização de recursos de longo prazo foi de extrema importância para as PMEs, que tinham especialmente no sistema bancário público (e em seus agentes financeiros) a principal fonte de financiamento. Além dos prazos longos, alguns bancos públicos latino-americanos, como no Chile e no Brasil, por exemplo, possuíam programas que asseguravam a garantia dos créditos concedidos, diminuindo o custo dos mesmos.

Portanto, o padrão de financiamento das empresas latino-americanas na década de 90 foi baseado no autofinanciamento e no sistema bancário, sendo que neste foram verificadas certas modificações. Tais mudanças se basearam em uma maior participação do financiamento externo, via empréstimos e emissões de títulos, e um desempenho

pouco significativo do mercado bancário doméstico, especialmente dos bancos privados. Observou-se também, a predominância do crédito de curto prazo no sistema bancário e o aumento da participação das famílias no total do crédito doméstico ao setor privado. Essas condições, hostis ao financiamento das empresas (principalmente das pequenas e médias), fez com que aumentasse ainda mais a importância do autofinanciamento, via lucros retidos, já que o mercado de capitais continuou pouco funcional ao financiamento do desenvolvimento, constituindo-se uma fonte de recursos pouco importante para as PMEs.

A próxima seção discute as especificidades do padrão de financiamento dos principais países latino-americanos, tendo como base o panorama apresentado.

2.3.2 As especificidades dos padrões de financiamento de Brasil, Chile, México e Argentina

Alguns dos principais países latino-americanos – Brasil, Chile e México - reforçam a condição geral de restrição ao financiamento do desenvolvimento apresentada até aqui. Entretanto esses países apresentaram certas particularidades em seus padrões de financiamento nos anos 90. No Brasil, pôde-se observar um predomínio dos bancos públicos no financiamento ao investimento produtivo de longo prazo. Já no México, os bancos privados estrangeiros intensificaram sua participação no Sistema Financeiro Mexicano, com o aumento do fluxo de capital estrangeiro no país durante a década de 90. No caso do Chile, observou-se um aumento da participação dos bancos privados, principalmente as instituições estrangeiras, porém os bancos públicos, comandados pelo Banco Estado, continuaram exercendo papel importante no *funding* e no crédito a pequena e média empresa. Na Argentina, houve, assim como no México, uma ampliação da participação do setor bancário estrangeiro no total de crédito bancário, com participação tímida dos bancos públicos, liderados pelo Banco La Nación. Dessa forma, esta subseção se propõe a analisar as especificidades dos padrões de financiamento de cada um desses países, a fim de compreender as similaridades e as diferenças das principais economias da região. No caso argentino, a análise será mais branda, devido a falta de informações suficientes para uma análise aprofundada. A falta de uma base de dados homogênea dos países se deve ao fato de que a pesquisa realizada para o trabalho foi fundamentalmente bibliográfica.

2.3.2.1 Brasil

No Brasil, os bancos públicos desempenharam no país, durante toda a década de 90, um papel chave no financiamento de longo prazo e no crédito a setores estratégico da economia (crédito direcionado). Os principais setores que utilizavam, preponderantemente e diretamente, os bancos públicos eram os de habitação e agronegócio. Por sua vez, o setor bancário privado evoluiu aumentando sua participação sobre o crédito total ao longo da década. Os grandes demandantes de crédito ao setor privado eram as famílias. A modalidade de tais créditos se caracterizava pelo prazo relativamente curto (1 a 2 anos no máximo, exceto no financiamento de automóveis). Em relação à indústria, o crédito oscilou entre bancos públicos e privados, já que o setor industrial possui diferentes modalidades de empréstimos, que envolvem crédito para capital de giro (de curto prazo) e financiamentos de mais longo prazo para projetos de investimento (Hermann, 2010). A tabela 9 apresenta as operações de crédito bancário no Brasil e demonstra o comportamento do padrão de financiamento de diversos setores da economia no país.

Tabela 9: Operações de crédito no Brasil – Indicadores selecionados. Médias anuais por período – 1989-2006

Período	Crédito/PIB (%)	Origem (%)		Destino (%)					
		Crédito Público	Crédito Privado	Indústria	Comércio	Habitação	Pessoa Física	Setor Público	Outros
1989	24,1	69,3	30,7	16,4	4,3	35,8	2,5	27,8	13,2
1990-94	28,5	61,8	38,2	21,8	7,9	24,1	4,1	22,4	19,6
1995-98	28,9	54,1	45,9	24,8	11,1	19,4	10,7	12,4	21,6
1999-03	24,4	41,2	58,8	28,6	10,3	11	20,9	4,2	25,2
2004-06	27,7	37,2	62,8	23,5	10,8	4,9	30,2	3,3	27,3

Fonte: Bacen - Relatório de Evolução do SFN e Séries Temporais

Esses dados permitem verificar a estagnação da relação crédito bancário/PIB no período e a preponderância do crédito privado sobre o crédito público a partir de 1999. Tais fatos permitem duas conclusões muito claras: 1) a pretendida redução da participação dos bancos públicos no setor privado, a partir do processo de privatização do setor bancário público, como já explicado nas seções anteriores; 2) a dominância do crédito privado doméstico não teve como contrapartida um maior engajamento dos bancos privados no financiamento do desenvolvimento, ou seja, no crédito de longo prazo ao investimento produtivo. Tal fato pode ser comprovado pela baixa relação

crédito/PIB, que reflete a baixa utilização do crédito bancário para o investimento produtivo, e pela menor participação da indústria e habitação em relação as famílias no total do destino dos recursos.

Em relação ao destino do financiamento, percebe-se o aumento da participação das famílias na captação de crédito bancário privado e de curto prazo. O crédito à indústria cresceu de forma lenta e contínua até 1999-03 (28,6% do total, ante 16,4% em 1989), mas recuou em 2004-06 (para 23,5%). Ainda em relação ao destino do crédito, uma mudança negativa que chama atenção foi o contínuo e forte encolhimento da participação do setor habitacional – um dos grandes desafios nos países em desenvolvimento -, que caiu substancialmente entre o primeiro (1989) e o último período (2004-06), de 36% para 5% do total.

A participação pouco expressiva da indústria no financiamento via mercado bancário doméstico revela as péssimas condições de financiamento impostas pelos bancos privados. De acordo com Hermann (2006), 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 no período, sugerindo, tal como os indicadores anteriores, a persistência do perfil curto-prazista do crédito no Brasil.

Adicionalmente, Stallings (2006) lista três fatores que explicam a escassez de crédito ao setor privado brasileiro, principalmente à indústria. O primeiro é o contexto macroeconômico da década de 1990 e começo dos anos 2000. A instabilidade macroeconômica, que incluiu grandes déficits governamentais, as altas taxas de juros e o baixo crescimento, era uma das causas fundamentais do problema. A estabilidade de preços a “qualquer custo”, portanto, não propiciou as condições necessárias para o financiamento do desenvolvimento. O segundo fator refere-se às altas taxas de juros praticadas no período, incompatíveis com as taxas de retorno dos projetos de investimentos. A terceira explicação estabelece um paralelismo com um problema semelhante no México, cenário de uma devastadora crise que levou à quebra de grande parte das instituições financeiras. A maneira particular que se resolveu essa crise, mediante ao fornecimento aos bancos de títulos governamentais bem remunerados em troca de “crédito podres”, limitou a iniciativa dos bancos para realizar empréstimos. No Brasil, apesar da ausência de uma crise importante, a necessidade de se financiar os déficits governamentais provocou um fenômeno semelhante. O fim do financiamento

inflacionário do déficit público fez com que o Banco Central começasse a emitir grandes quantidades de bônus bem remunerados que limitaram o incentivo dos bancos para emprestar. Essa tendência foi verificada especialmente nos casos dos bancos nacionais privados e dos bancos estrangeiros, que alocavam seu capital nos bônus do governo e em títulos privados do mercado internacional.

Dessa forma, durante a década de 1990, o que se tornou lucrativo para os bancos no país foi o crédito de curto prazo as famílias, graças ao crescimento do consumo e os títulos governamentais alimentados pelas altas taxas de juros. O financiamento ao investimento produtivo se tornou praticamente inviável para as empresas, ficando preponderantemente a cargo dos bancos públicos.

Conforme explanado nas seções anteriores, o mercado de capitais evoluiu no período, em termos de organização e volume de capitalização, em razão da inflação dos ativos negociados, já que o número de empresas no mercado caiu.

Entretanto, na questão estrutural, isto é, no que tange ao objetivo de consolidação financeira e financiamento de longo prazo, o mercado de capitais brasileiro não evoluiu. Esse resultado reflete o perfil dos investidores no mercado de capitais brasileiro na década de 90: a maioria deles estrangeiros e em busca de ganho no curto prazo. Essa não permitiu o desenvolvimento do mercado primário em base sustentáveis, embora tenha, nos períodos de expansão da liquidez internacional, dinamizado o mercado secundário. A Tabela 10 mostra de forma clara os impactos dos períodos de expansão e contração da economia brasileira no financiamento via mercado de capitais. No período 1995-98 e 2004-06 pode-se perceber um aumento de emissões primárias e capitalizações, sendo que a queda do número de empresas participantes no período de 2004-06 refletiu um movimento de concentração de mercado. Já no período de 1999-2003 observou-se uma contração de todos os indicadores, refletindo o impacto da crise cambial⁸ brasileira no mercado de capitais e nas decisões dos empresários em financiar seus investimentos via tal mercado.

⁸ A crise cambial brasileira em 1999 foi provocada por uma reversão dos fluxos de capitais, reflexo do efeito manada dos investidores estrangeiros - que retiraram seus capitais dos mercados financeiros emergentes, temendo possíveis crises no balanço de pagamento e nas contas públicas - em direção aos mercados financeiros mais seguros.

Tabela 10: Mercado de Capitais Brasileiro – Médias Anuais Por Período – 1990-2006

Período	Companhias Abertas	Capitalização			Emissões Primárias		
		US\$ Mi		Relativa	Número de Operações (A)	Valor (US\$ Mi) (B)	(B)/(A)
		Total	Por Cia	(% do PIB)			
1990	823	32.181	39	n.d.	142	11.108	78
1991	799	35.380	44	7,9	126	34.143	271
1992-94	757	101.185	134	22,8	116	3.413	29
1995-98	918	206.460	225	25,2	271	16.633	61
1999-03	833	177.837	214	38,6	205	8.036	39
2004-06	644	419.394	651	63,3	333	27.857	84

Fonte: Hermann (2010)

Como observa Hermann (2010), o movimento de concentração do mercado de capitais que ocorreu durante boa parte da década de 1990, com os processos de privatizações, fusões e aquisições, não constitui 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 ao segmento primário (gerador de recursos novos) e secundário (gerador de liquidez para os títulos emitidos) do mercado, inclusive 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) o 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 rico sistêmico do mercado.

Os indicadores analisados até aqui mostram que essa democratização do lado da oferta caracterizou apenas em parte a expansão do mercado de capitais brasileiro na década de 1990: o acesso ao mercado de capitais foi ampliado, mas não para as empresas de porte médio ou pequeno. Assim, parece observou-se (e continua sendo observado) um processo assimétrico de acesso ao mercado de capitais no Brasil, já que a diversificação do lado da demanda não ocorreu do lado da oferta, cada vez mais concentrada em grandes operações, típicas de empresas de grande porte.

Adicionalmente, as maiores empresas privadas que participam dos mercados nacionais de capitais, junto com o governo federal e as empresas do setor público, também podem obter recursos no exterior por meio de empréstimos bancários e emissões internacionais de títulos e ações. Apesar da história do Brasil nesses mercados

ser mais breve que alguns países latino-americanos, como o México, o país se transformou em um ator importante. Mais de 30 empresas brasileiras possuíam ações na bolsa de Nova Iorque no começo de dos anos 2000, cifra superior a qualquer outro país da América Latina. Trata-se, contudo, de um número inexpressivo, considerado a quantidade de empresas no Brasil. Entre essas companhias se encontravam importantes empresas privadas do setor bancário, industrial, de serviços públicos e de telecomunicações. Algumas empresas estatais emitiam suas ações no mercado norte-americano, como Petrobrás, Telebrás e algumas empresas regionais de serviço público. Outras empresas emitiram ações na Europa (Stallings, 2006).

Ademais, as maiores empresas privadas brasileiras são importantes receptoras de empréstimos internacionais. De 1990 a 2004, o crédito a essas empresas representou quase 60% do total dos créditos bancários estrangeiros, recebendo um montante equivalente a 6,9% do PIB. Por outro lado, o mercado de títulos internacionais ficou circunscrito principalmente à esfera do setor público e dos bancos. Somente 17% do total de emissões de bônus correspondeu à emissão por empresas privadas brasileiras (Ambev, CVRD, Telemar e Votorantim). Entretanto, como observa Stallings (2006), a relação entre o financiamento externo e o investimento produtivo no Brasil foi muito débil na década de 1990, contrastando com a relação muito mais forte verificada no México no mesmo período, mostrando que apesar da evolução do financiamento externo no período e com a maior presença dos bancos estrangeiros no país, o investimento produtivo não apresentou um comportamento que refletisse a maior disponibilidade de recursos externos.

Em relação ao financiamento das pequenas e médias empresas (PMEs) brasileiras na década de 1990, pode-se constatar um amplo domínio dos bancos públicos nessa função. Ao contrário dos demais países latino-americanos, os bancos públicos brasileiros, tanto os comerciais quanto os de desenvolvimento, tinham as PMEs como prioridade em suas políticas. A tabela 11 reflete essa tendência ao mostrar a grande participação dos empréstimos de menor valor na carteira de crédito dos bancos comerciais públicos. Apesar dos bancos de desenvolvimento, representado principalmente pelo BNDES, concentrarem sua carteira nos créditos de maior valor, é inegável sua participação no crédito a micro e pequena empresa no período, como veremos adiante (Stallings, 2006).

Tabela 11 - Brasil: Carteira de Crédito dos Bancos Públicos e Privados (em %)

Tamanho do Empréstimo	Bancos Comerciais			Bancos de Desenvolvimento	Cooperativas de Crédito
	Público	Privado	Estrangeiro		
Menos de US\$ 15.000	15,1	15,1	16	7,5	17,5
US\$15.000 - US\$30.000	41,3	21,4	26,5	6,9	61,7
US\$30.000 - US\$300.000	16,3	12,4	10,1	5,7	17,3
US\$300.000 - US\$15.000.000	16,9	33,2	34,6	15,9	3,5
Mais de US\$15.000.000	10,4	17,9	12,8	6,4	0
Total	100	100	100	100	100

Fonte: Banco Central do Brasil

As principais fontes de financiamento das micro, pequenas e médias empresas durante o período foram o BNDES e o Banco do Brasil, sendo que esse último obtém recursos para empréstimos do primeiro (Stallings, 2006).

O BNDES obtinha seus recursos de diversas fontes governamentais e internacionais e direcionou os créditos de menor valor aos agentes financeiros. Os agentes tinham a responsabilidade de avaliar as propostas e distribuir os recursos. Os principais setores que receberam apoio dos agentes foram a indústria, a agricultura, o comércio e a infra-estrutura. O BNDES também possuía linhas de crédito direto e um programa de garantias criado pelo congresso em 1997, que protegia as instituições financeiras de riscos de crédito mais altos vinculados aos empréstimos as PMEs (Stallings, 2006).

O Banco do Brasil foi o grande administrador dos fundos do BNDES destinados as PMEs. O Banco prestou apoio principalmente ao setor agrícola, tanto para as operações de grande escala como para as pequenas propriedades rurais. A instituição também contava com diversas linhas de crédito para capital de giro as PMEs, como o BB Giro Rápido e o BB Giro Automático (Stallings, 2006).

Além desses dois bancos públicos, os bancos privados desempenharam, ainda que timidamente, uma relação com as pequenas e médias empresas. O grande interesse dessas instituições nas PMEs se devia a possibilidade de cobrança de maiores taxas de juros e maior tendência, por parte das pequenas e médias empresas, de aquisição de outros produtos oferecidos pelo banco (Stallings, 2006)

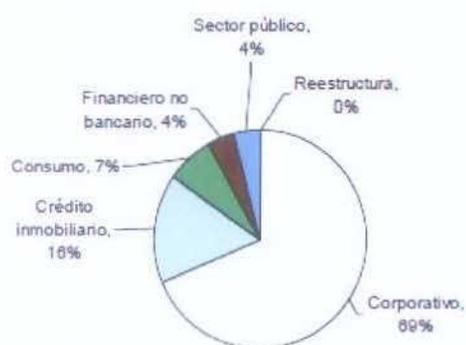
2.3.2.2 México

O padrão de financiamento brasileiro demonstrado acima se assemelha em muitos aspectos ao padrão adotado por empresas, famílias e governo no México. Apesar de o crédito bancário ter sido, tradicionalmente, a principal fonte de financiamento, o mercado de capitais desempenhou um papel importante no país, principalmente na segunda metade da década de 1990.

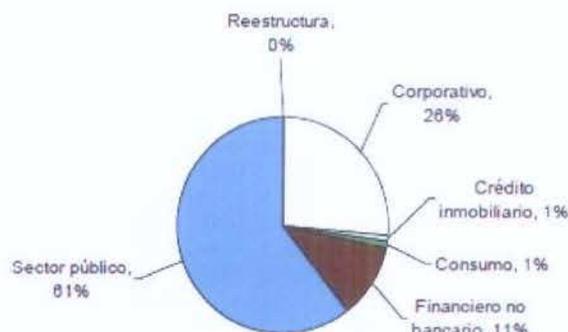
Com relação ao financiamento via sistema bancário doméstico mexicano, a década de 1990 pode ser dividida em dois momentos. Na primeira metade da década, a economia do país foi marcada pelas altas taxas de crédito bancário e de inversão em relação ao PIB. As taxas anuais de investimento, na ordem de 20% a 30%, impossibilitaram uma análise dos riscos de crédito mais adequada por parte dos bancos, representando um acesso mais amplo das empresas ao empréstimo bancário doméstico. Ademais, o setor público era em grande parte, cerca de 60%, financiado pelos bancos de desenvolvimento. A situação se inverteu radicalmente entre 1995 e 2000. O crédito bancário começou a se contrair, apesar da taxa de investimento seguir apresentando índices elevados. Portanto, a contribuição do crédito bancário ao financiamento do investimento foi se reduzindo no período. De acordo com Stallings (2006), esta nova fase, claramente relacionada com a crise cambial e bancária de 1994, marcada pela escassez do financiamento via bancos possui explicações baseadas em três hipóteses complementares. A primeira se baseia na dificuldade de capitalização por parte dos bancos logo após a crise. Entretanto, tal problema foi revertido rapidamente, especialmente com a chegada dos bancos estrangeiros ao país. A segunda hipótese se refere a deficiência do marco legal ao qual os bancos operavam. Em geral, o sistema legal era débil no que tange a execução dos contratos. Dessa forma, os bancos tinham dificuldade para recuperar as garantias nos casos de não cumprimento dos contratos por parte das empresas, o que dificultou o empréstimo bancário as empresas logo após a crise. A terceira hipótese que explica a escassez do financiamento via sistema bancário doméstico é o “deslocamento do setor privado pelo setor público”, ou seja, a absorção do governo dos ativos podres dos bancos, fez com que as instituições financeiras ficassem apenas com os ativos rentáveis em seu balanço, desmotivando-as a realizar empréstimos com alto risco. Essa preferência pela liquidez também foi motivada pelos títulos públicos de rentabilidade relativamente alta, fazendo com que os bancos preterissem o crédito ao setor privado.

Adicionalmente, diferentemente do Brasil, as taxas de juros mexicanas não era uma justificativa para o baixo nível de crédito bancário a partir da segunda metade da década de 90. Apesar das taxas de juros reais terem chegado ao patamar de 23,6% em 1995 em decorrência da crise, em 2003, elas alcançavam 2,4%. Portanto, a manutenção de uma taxa de investimento relativamente alta entre 1995 e 2000 não foi viabilizada pelo financiamento bancário doméstico, que se contraiu nesse período. O gráfico 2 demonstra a queda da participação do crédito bancário ao setor corporativo e o domínio da reestruturação dos créditos bancários no total de empréstimos, reflexo da grande crise no setor. No caso dos bancos de desenvolvimento, houve poucas alterações, sendo que o domínio do setor público como principal demandante permaneceu inalterado.

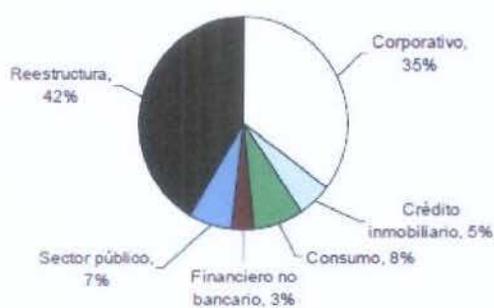
Créditos de bancos comerciais, 1994



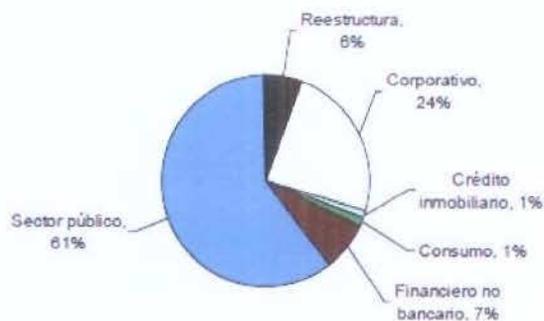
Créditos de bancos de desenvolvimento, 1994



Créditos de bancos comerciais, 2002



Créditos de bancos de desenvolvimento, 2002

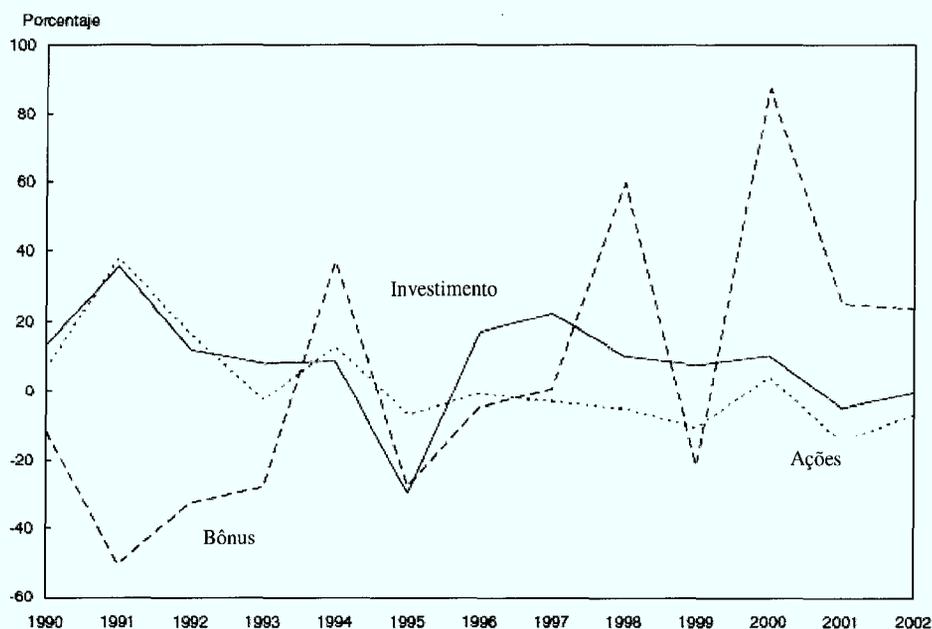


Fonte: Comissão Nacional Bancária e de Valores (CNBV)

Em relação ao financiamento via mercado de capitais e ao financiamento internacional, o México apresentou algumas especificidades. Apesar do acesso restrito das empresas a esse mercado, tais fontes de financiamento ajudam a explicar o comportamento da economia mexicana na segunda metade da década de 1990: crescimento das taxas de investimento e do PIB em detrimento da rápida contração do crédito bancário para o setor bancário.

O Gráfico 3 mostra a correlação entre o mercado de ações, o mercado de títulos e o investimento. Pode-se verificar a grande correlação existente entre o investimento e o mercado de ações até 1993, sendo que a partir daí tal correlação, apesar de existir, não se mostra tão forte. Em relação ao mercado títulos, observa-se um movimento contrário, com um grande aumento da participação dos bônus após 1995. Esse comportamento é explicado pela grande participação do setor público no mercado de títulos mexicano para o financiamento do seu déficit, não tendo relação direta, portanto, com o financiamento do investimento (Stallings, 2006).

Gráfico 3: México: Taxas de crescimento do PIB, do Investimento e do Crédito Total



Fonte: CEPAL e FMI

O comportamento do mercado acionário se assemelha ao do mercado bancário: alto crescimento no começo da década de 1990 seguido por uma forte caída. Em termos de mercado primário, entre 1990 e 1997 houve 128 novas ofertas realizadas, contra 21

ofertas públicas na Bolsa Mexicana de Valores (BMV) entre 1998 e 2003. O resultado negativo foi compensado por um mercado de títulos públicos e privados mais forte, fazendo com que a relação entre mercado de capitais e PIB não decaísse de forma profunda. Até o final de 2003, o setor de telecomunicação e transporte representava 36% do mercado de ações, seguido de comércio (17%), manufatura (14%) e construção (12%). Adicionalmente, o setor com a pior participação no período foi a manufatura, que em 1986 possuía 39% de participação no mercado primário de ações. Provavelmente, tal resultado se deve ao fato de que as plantas das “maquilas” (unidades montadoras das grandes multinacionais), o setor de maior crescimento da manufatura, obtiveram financiamento por meio de suas matrizes (Stallings, 2006).

A relação entre o mercado de capitais nacional e o financiamento internacional é muito estreita no México, com uma grande participação do investimento estrangeiro nas empresas mexicanas. De acordo com a Bolsa de Valores do país, no começo dos anos 2000, 43% da capitalização do mercado estava nas mãos de estrangeiros. Entre outras fontes de financiamento externo encontradas no país, durante a década de 1990, estão os empréstimos de bancos internacionais – a maioria deles de longo prazo e destinado a grandes empresas -, a emissão de títulos no exterior e a participação nos mercados internacionais de ações, por meio de ADR. Entretanto, como já mencionado, grande parte dos investimentos no país foi realizada por um pequeno grupo de empresas transnacionais, a maioria delas norte-americanas, que obtiveram grande parte do financiamento nos mercados internacionais. Em relação aos títulos internacionais, 36% dos bônus foram emitidos pelo setor privado, sendo que quase a metade correspondeu ao setor de telecomunicações. O financiamento via emissão de ADR também foi dominado pelas telecomunicações e pela televisão, representando 70% do total. Os ADRs também se concentraram em um número limitado de empresas. Apenas 37 companhias foram responsáveis pelas 48 principais ofertas públicas do México no mercado dos Estados Unidos entre 1990 e 2003, o que reflete um acesso restrito das empresas a esse tipo de financiamento (Stallings, 2006).

O cenário demonstrado acima reflete um amplo domínio das fontes de financiamento pelas grandes companhias mexicanas e transnacionais, sendo que as pequenas e médias empresas do país apresentaram dificuldades para se financiar. A Tabela 12 mostra um resumo das fontes de financiamento de acordo com o tamanho das empresas mexicanas, preparado pelo Banco Central Mexicano.

Tabela 12: México: Fontes de Financiamento por Tamanho de Empresa, 1998 a 2003

Fonte	Pequenas Empresas ^a		Médias Empresas ^b		Grandes Empresas ^c		Empresas AAA ^d	
	1998	2003	1998	2003	1998	2003	1998	2003
Fornecedores	50	64,4	42	58,2	28,5	49,5	17,8	28,5
Bancos Comerciais	23,9	16	26,6	18,5	31,6	22,4	32,1	39,8
Bancos Estrangeiros	3,7	1,1	8,4	2,8	15,4	6,1	34,2	13,1
Bancos de Desenvolvimento	5,2	2,2	4,1	2,1	3,6	3	3,4	2,6
Crédito das Matrizes	15,8	15,7	17,7	17,5	16,5	16,7	5,7	8,9
Outros	1,4	2,6	1,3	1	4,4	2,5	6,9	7,2
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Banco do México

a) Faturamento menor que US\$ 12 milhões

b) Faturamento entre US\$ 12 milhões e US\$ 65 milhões

c) Faturamento entre US\$ 65 milhões e US\$ 650 milhões

d) Faturamentos superiores a US\$ 650 milhões

Os dados revelam certa peculiaridade nos casos das pequenas, médias e grandes empresas, com o predomínio do financiamento via fornecedores, ou seja, negociação para o fornecimento de matérias-primas e bens necessários a produção. Nas empresas AAA, em 1998 há o predomínio do financiamento via bancos estrangeiros e bancos comerciais. Com a crise norte-americana no começo dos anos 2000, tais empresas encontraram dificuldades de se financiar externamente, passando a recorrer aos bancos comerciais e a negociação junto a fornecedores. Ademais, as pequenas e médias empresas concentraram em 2003 mais da metade de suas fontes de financiamento em negociações com fornecedores, utilizando um pouco dos bancos locais e do financiamento junto as matrizes.

O Banco do México realizou também uma pesquisa acerca das razões para a contratação do crédito bancário e os motivos para aqueles que não utilizaram tal recurso. O destino principal dos fundos foi para capital de giro, refletindo a natureza de curto prazo dos créditos bancários, tal como o Brasil. Entre os principais motivos para a não contratação do crédito bancário estão as altas taxas de juros, no caso das pequenas e médias empresas (PMEs), e incerteza macroeconômica, no caso das grandes empresas. O racionamento de crédito por parte dos bancos foi um motivo também destacado pelas PMEs (Stallings, 2006).

Adicionalmente, observou-se no país, durante a década de 1990, uma grande participação de diversas instituições não bancárias, ou seja, que não possuem depósitos

em seu passivo. As empresas financeiras (conhecida como “Sofoles”) e as sociedades de investimento dominavam o crédito às pequenas e médias empresas, principalmente após a crise mexicana em 1994, quando se verificou uma retração substancial do crédito bancário.

2.3.2.3 Chile

De acordo com Stallings (2006), os bancos e os mercados de capitais chilenos tiveram um bom desempenho durante a década 1990 e respaldaram o processo de crescimento da década. O financiamento via setor bancário triplicou no período, passando de US\$ 15 milhões de dólares em 1991 para US\$ 44 milhões em 2003. O setor privado recebeu quase a totalidade dos créditos, já que o governo deixou de necessitar financiamento com os superávits constantes no período. A maior procura do setor privado ao crédito bancário se deveu, sobretudo, ao ambiente macroeconômico e microeconômico do país. Os altos índices de crescimento econômico do período e a não necessidade de financiamento do setor público promoveram o aumento do financiamento ao investimento produtivo.

Associado a isso, observou-se um baixo grau de preferência pela liquidez dos bancos chilenos, diminuindo, assim, os custos envolvidos nos empréstimos. Para se compreender melhor o padrão de financiamento via crédito bancário no Chile, é necessário analisar os setores da economia chilena que utilizam essa fonte. Por meio da Tabela 12, pode-se perceber que o crédito ao comércio, juntamente com o crédito ao consumo, aumentou rapidamente entre 1990 e 2003. Pode-se verificar também que, na maioria dos casos, o crédito em relação ao PIB aumentou no período, mostrando, assim, que os créditos bancários desempenharam papel importante no financiamento das atividades produtivas.

Tabela 13: Chile: Crédito como Porcentagem do PIB por Setor, 1990-2003

Setor	Média 1990-94	Média 1995-99	Média 2000-03	Média 1990-2003	Tx. de Crescimento Setorial 1990-03
Agricultura	56,1	55,9	67,9	59	4,8
Mineração	9,8	8,8	9,1	9,2	6,7
Indústria	34,7	33,8	34	34,2	4
Eletricidade e Gás	9	19,9	26,6	17,5	7,3
Construção	53,5	48,4	45,6	49,6	4,5
Comércio	79,7	77,9	88,1	81,1	6,3
Comunicação/Transportes	19,2	23,1	22,3	21,4	8,1
Finanças	55,3	58,7	57	57	5,4
Serviços	27,5	44,9	49,5	39,5	3,3
Total	42,4	45,4	46,9	44,6	5,2

Fonte: Superintendencia dos Bancos e Instituições Financeiras (SBIF)

A importância do crédito bancário varia de um setor para outro. O primeiro grupo representa o maior crescimento registrado no período (transporte e comunicação, mineração, eletricidade e gás). Como tais setores eram, principalmente, de propriedade estrangeira, não dependeram, portanto, do crédito bancário local, possuindo coeficientes mais baixos entre crédito e produto. O segundo grupo (comércio, finanças e agricultura) foi o que apresentou as taxas de crescimento mais elevadas e recebeu mais crédito por unidade de produto. O terceiro grupo (indústria, construção, e serviços gerais) cresceu mais lentamente. Em resumo, o crédito bancário está relacionado com as taxas de crescimento setorial para os setores que não estavam dominados por grandes empresas de capital estrangeiro. De qualquer forma, os dados refletem a importância geral do setor bancário no financiamento das empresas.

O mercado de ações do Chile na década de 1990 – igual as demais economias em desenvolvimento – se encontrava dominado por um pequeno número de grandes empresas. Um número ainda mais reduzido de empresas emitiu títulos para o mercado interno. Ademais, a maioria dessas empresas tinha acesso aos mercados financeiros internacionais e podiam recorrer ao financiamento bancário nacional quando necessário. Entretanto o mercado acionário chileno apresentou grande expansão durante a primeira metade da década de 1990, chegando ao ápice em relação ao número de empresas registradas em 1997 (295). Adicionalmente, conforme mencionado, o mercado chileno possuía um grande diferencial do lado da demanda: os fundos de pensão e outros tipos de investidores institucionais, o que configurava o mercado de ações chileno como um instrumento de financiamento de longo prazo. Apesar da restrição do lado da oferta,

essa característica do lado da demanda proporcionava ao mercado acionário chileno um caráter mais profundo (Stallings, 2006).

A crise asiática, porém, impactou negativamente o mercado de ações chileno, fazendo com que a capitalização, as emissões primárias e o número de empresas registradas apresentassem quedas no final da década de 1990. Isso fez com que a participação das empresas fosse limitada ainda mais às grandes empresas, dada as incertezas sobre o desempenho macroeconômico no país.

Com relação ao mercado de títulos, observou-se no país uma diminuição da participação do governo nas emissões, dada a não necessidade de financiamento do setor público. As emissões registradas referem-se a uma política de esterelização para conter um possível avanço da inflação (Stallings, 2006). Entretanto, o mercado de títulos privados aumentou, com um aumento do número de emissões por parte do pequeno grupo de empresas que faz parte desse mercado.

Apesar de o sistema financeiro interno chileno ter sido o maior da América latina no período estudado, o financiamento internacional foi bastante utilizado pelo setor privado. Ademais, diferentemente de Brasil e México, o setor público teve pouca influência no mercado internacional, com poucas emissões no exterior registrada na década. Os três principais instrumentos de financiamento externo – crédito bancário, títulos internacionais e os ADRs - apresentaram grande evolução entre 1991 e 2003, representando 85% do PIB no final do período. Apesar do domínio do financiamento internacional via crédito bancário, a emissão de títulos apresentou uma evolução expressiva no período, indo de 0,9% do PIB em 1991 para 14,3% do PIB em 2003. Aproximadamente 16 companhias chilenas possuíam papéis na bolsa de valores de Nova Iorque no começo dos anos 2000 e 17 empresas participavam do mercado de ADR. Os principais setores foram os de bebida, tabaco e serviços básicos. Outra fonte de capital estrangeiro é o investimento no mercado de ações locais. No final dos anos 1990, cerca de 20% das ações das 40 principais companhias do país estavam em posse dos estrangeiros (Stallings, 2006).

No que tange às condições de financiamento das micro e pequenas empresas, pode-se constatar o aumento do acesso de tais setores ao financiamento bancário privado e público por meio de políticas adotadas tanto pelo governo quanto pelo setor privado. Os bancos privados, dentre eles o banco do Chile e os bancos estrangeiros atuantes no país – como, por exemplo, o banco Santander – ampliaram o crédito às

PMEs no período, já que esse tipo de empréstimo proporciona ganhos maiores para as instituições financeiras, ante a maior margem cobrada. Os bancos públicos, principalmente o BancoEstado, atuaram de forma mais ativa, por meio de programas específicos para o setor que ampliou o acesso das micro-empresas, principalmente, e das pequenas e médias empresas, ao financiamento bancário (Stallings, 2006).

Entretanto, como observa Stallings (2006), o crédito às PMEs continuou tipicamente de curto prazo (até 90 dias). Em circunstâncias normais, esses créditos são refinanciados, porém, em momentos de crise, tal característica pode gerar a insolvência de várias PMEs. A Tabela 13 demonstra o maior acesso de tal setor entre os anos de 1994 e 2000. Nota-se o grande aumento da participação das microempresas no período, graças a programas específicos como o IFIS (Instituições Financeiras Internacionais), onde o governo, por meio do Fundo de Solidariedade e Investimento Social (Fosis), fornecia recursos aos bancos comerciais para subsidiar os altos custos de transação envolvidos no crédito à microempresa. Adicionalmente, os dados revelam também uma menor porcentagem de empresas grandes com acesso ao crédito de 84% a 78%, o que não revelou um menor financiamento por parte dessas empresas, mas uma opção por outras fontes mais restritas, como o mercado de capitais e o sistema financeiro internacional.

Tabela 14: Chile: Acesso ao Crédito Bancário por tamanho de empresa, 1994-2000

Tamanho	1994			2000		
	Número de Empresas	Número com Crédito	Porcentagem com Acesso	Número de Empresas	Número com Crédito	Porcentagem com Acesso
Micro ^a	435 852	139 621	32,00	533 479	210 354	39,40
Pequena ^b	80 099	50 815	63,40	93 842	58 041	61,80
Média ^c	11 217	8 422	75,10	13 159	9 492	72,10
Grande ^d	4 950	4 165	84,10	6 065	4 750	78,30
Total	532 118	203 023	38,20	646 549	282 637	43,70

Fonte: Stallings (2006)

a) Empresa com faturamento menor que US\$ 60.000

b) Empresas com faturamento entre US\$ 60.000 e US\$ 650.000

c) Empresas com faturamento entre US\$ 625.000 e US\$ 2,5 milhões

d) Empresas com Faturamento maior que US\$ 2,5 milhões

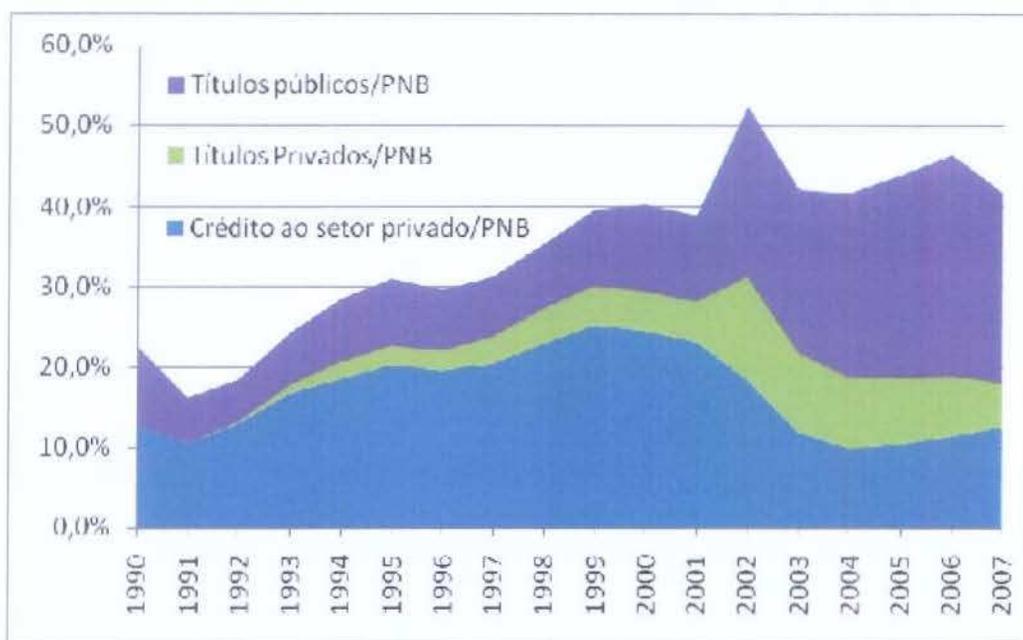
2.3.2.4 Argentina

As empresas argentinas apresentaram um padrão de financiamento baseado no sistema bancário privado e público, com restrita participação do mercado de capitais. A utilização do crédito bancário pelo setor privado aumentou durante a década de 90, porém chegou a apenas 25,8% do PNB, o que representa uma baixa participação do sistema bancário no setor em comparação a outras economias subdesenvolvidas.

Por sua vez, o mercado de títulos públicos aumentou sua participação no sistema financeiro no período, devido a sua alta rentabilidade, atraindo, principalmente, as instituições financeiras. Esse comportamento dos títulos é reflexo de uma estratégia de crescimento via poupança externa, que se iniciou com uma política antiinflacionária ancorada a taxa de câmbio. Ou seja, a necessidade de manutenção da paridade cambial ampliou o desequilíbrio da balança comercial nos anos 90, com o aumento das importações. Isso fez com que o Governo Argentino ampliasse as medidas de atração dos capitais estrangeiros com o aumento das taxas de juros e a elevação do rendimento dos títulos. Tais medidas desestimularam o crédito bancário, que se tornou mais custoso as empresas e menos rentável para os bancos, em comparação com os títulos públicos.

O mercado de títulos privados também aumentou sua participação na década em virtude de um aumento da emissão de títulos no mercado financeiro internacional por parte das maiores empresas argentinas. O gráfico 4 ilustra a composição e o tamanho do mercado financeiro argentino (Mendonça, 2009)

Gráfico 4 – Tamanho do Mercado Financeiro Argentino¹: Títulos Públicos e privados, e crédito ao setor privado sobre o PNB (%)



(1). A participação do mercado acionário no sistema é importante no período em questão e não foi incluída em função de limites da série de dados.

Fonte: Financial Structure Database, World Bank (2007).

Com relação ao financiamento via mercado de capitais pôde-se observar, de forma geral, o acesso restrito desse mercado as grandes empresas argentinas, constituindo, assim, um cenário similar ao verificado nos demais países latino-americanos. O número de empresas no mercado de capitais diminuiu, entre 1990 e 2003, de 179 para 107, sendo que o aumento da capitalização do mercado se refere à inflação no preço dos ativos no período e não à um aumento na entrada de empresas (tabela 7).

No que tange ao financiamento das Pequenas e Médias empresas (PMEs) no país, verificou-se a dificuldade de acesso das PMEs ao crédito. Ademais, conforme observa Bebczuk (2010) a mudança na estrutura do sistema financeiro argentino na década não influenciou o crédito as PMEs. Por sua vez, problemas relacionados a informações específicas sobre as pequenas e médias empresas e, conseqüentemente, dificuldades de mensuração dos riscos de crédito as PMES, fizeram com que os bancos privados elevassem o custo dos empréstimos concedidos, dificultando o financiamento dos investimentos produtivos das pequenas e médias empresas.

Os bancos públicos acabaram sendo a principal fonte de financiamento para as PMEs argentinas. A SEPYME (Secretaria para Pequenas e Médias Empresas e Desenvolvimento Regional) é a instituição que administra o crédito subsidiado a

pequena e média empresa no país. O órgão subsidiou entre 3% e 8% as taxas de juros dos créditos outorgados pelos bancos comerciais no período. O subsídio varia de acordo com o setor e região, favorecendo comparativamente as regiões mais pobres. A SEPYME cobre empréstimos para capital de giro até o valor de US\$ 100.000, com um prazo máximo de 3 anos; crédito para compra de bens de capital até o valor de US\$ 800.000, com um prazo máximo de 5 anos; e projetos de investimento em bens de capital até o valor de US\$ 1,2 milhões, com um prazo máximo de 5 anos (Bebczuk, 2010).

Há ainda outros fundos, administrados pela SEPYME, importantes para o financiamento das PMEs nos anos 90. O FONAPYME (Fundo Nacional para o Desenvolvimento da Micro, Pequena e Média Empresa) financia montantes de US\$ 14.000 a US\$ 140.000 a uma taxa correspondente a 50% da taxa média de juros ativo do Banco Nación. Outros fundos públicos importantes no país na década de 90 são o FONTAR (Fundo Tecnológico Argentino), administrado pela Secretaria de Ciência e Tecnologia e destinado a financiar inovações tecnológicas. O FFI (Fundo Federal de Investimentos), administrado pelo Conselho Nacional de Investimento e dirigido, principalmente, aos investimentos regionais (Bebczuk, 2010).

3. O Papel dos Bancos Públicos e das Instituições Financeiras Regionais

Este capítulo tem como objetivo apresentar duas fontes de financiamento importantes para o investimento produtivo: os bancos públicos e de desenvolvimento e as instituições financeiras regionais. Apesar de oferecer recursos de longo prazo e taxas de juros compatíveis com a eficiência marginal do investimento realizado, tais organismos perderam espaço na América Latina, nos anos 1990. Apenas no Brasil - com o BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal - e no Chile - com o Banco Estado - os bancos públicos continuaram tendo papel relevante na promoção do investimento. Por sua vez, a cooperação financeira regional não foi estimulada no período, utilizando-se, de forma reduzida, as mesmas instituições criadas anteriormente.

Nesse sentido, este capítulo se propõe a discutir as principais ações das instituições públicas e regionais na América Latina, durante a década de 1990, enfatizando a importância dessas fontes na viabilização do investimento.

3.1 Os Bancos Públicos e de Desenvolvimento

Conforme analisado, o mercado de capitais latino-americano na década de 1990 evoluiu em termos de capitalização, volume de emissões primárias e liquidez dos mercados secundários. Entretanto, estruturalmente, o desenvolvimento do mercado de capitais não proporcionou um sistema interno de crédito de longo prazo disponível para todas as empresas. Do lado da oferta, as emissões de ações e títulos foram dominadas pelas empresas de grande porte, com capacidade de autofinanciamento e acesso ao mercado financeiro internacional. Do lado da demanda, os investimentos no mercado de capitais foram dominados, na maioria dos países da região, pelo capital estrangeiro, que tinham participação expressiva nas principais empresas de cada mercado. Esses capitais tinham como característica a alta volatilidade, já que os investidores externos eram movidos pelos ganhos de curto prazo. Uma exceção foi o Chile, que possuía uma base de investidores institucionais muito ampla, representada, principalmente, pelos fundos de pensão. Tais investidores buscavam investimentos de longo prazo, proporcionando, assim, uma estrutura diferente no mercado de capitais do país.

Ademais, grande parte dos créditos dos bancos privados nacionais e estrangeiros era de curto prazo, sendo que os empréstimos de longo prazo eram custosos e inviáveis para os projetos de investimento produtivo das empresas. Conseqüentemente, na maioria dos países latino-americanos, a grande explosão do crédito bancário se deu no

segmento de consumo, e não nas atividades produtivas. Dessa forma, o aumento da participação dos bancos estrangeiros nos mercados internos promoveu um aperfeiçoamento técnico e uma maior concorrência nos segmentos de varejo, mas não possibilitou um alongamento dos prazos nas suas transações domésticas (Cintra, 1999).

Nesse sentido, os bancos públicos assumiram uma função importante no provimento de recursos com prazos compatíveis com o período dos projetos de investimento produtivo das empresas. Outra função importante dos bancos públicos no período foi a facilitação do acesso às pequenas e médias empresas (PMEs) ao crédito. Grande parte dos bancos privados nacionais e estrangeiros racionava – por meio de altos custos cobrados - o crédito às PMEs, principalmente nos momentos de crise, em razão dos riscos envolvidos nesse tipo de crédito, entre eles a inadimplência. Quando concedidos, tais créditos se caracterizavam por serem de curto prazo, condição incompatível com os projetos de investimentos das PME's. Dessa forma, em alguns países, como Chile, México e Brasil, os bancos públicos assumiram um papel importante na ampliação do acesso ao crédito, por meio de programas específicos.

No caso brasileiro, os bancos públicos foram mais atuantes nos diversos segmentos bancários e desempenharam papel fundamental no financiamento do investimento e desenvolvimento da economia no período. Tal comportamento divergiu das previsões iniciais do governo e daqueles que promoveram a liberalização e desregulamentação financeira no início da década de 1990, que apostavam em uma transformação do mercado creditício com a entrada dos bancos estrangeiros. Previam que a participação do setor público bancário iria se reduzir, por esse ser menos competitivo que o setor privado. Entretanto, os resultados se mostraram diferentes e os bancos públicos seguiram desempenhando um papel fundamental.

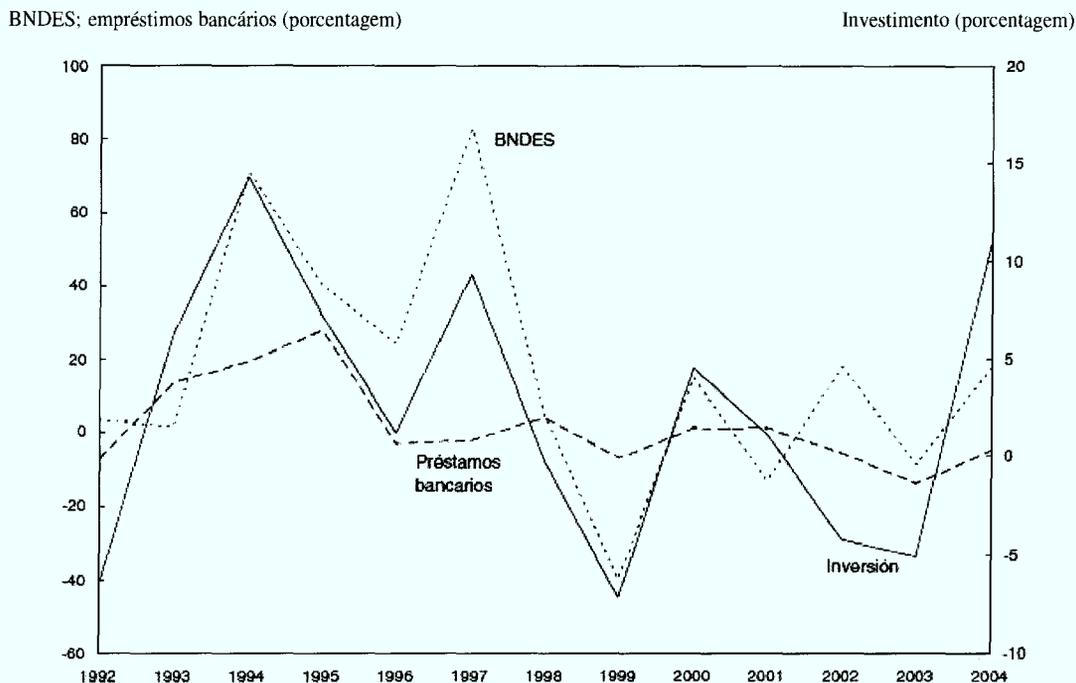
Segundo Stallings (2006), há pelo menos dois fatores que explicam essa tendência. Em primeiro lugar, os bancos comerciais públicos se submeteram a importantes reformas internas que permitiram incrementar rapidamente a competitividade. Em segundo lugar, a situação macroeconômica do período (juros altos) fazia com que as operações de curto prazo (títulos do tesouro e empréstimos em geral) fossem muito rentáveis. Dessa forma, as instituições financeiras privadas nunca contaram com incentivos adequados para participarem dos mercados de maior risco, criando, assim, um nicho protegido para os bancos públicos especializados. Com isso, os bancos públicos foram os principais intermediários no financiamento de longo prazo

no país: a Caixa Econômica Federal atuou principalmente no financiamento do setor habitacional; o Banco do Brasil se especializou no financiamento do investimento e do cultivo das empresas agropecuárias; e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) financiou uma gama de projetos de longo prazo, desde investimentos industriais e de infra-estrutura, a programas de pequenas e médias empresas e projetos sociais (Stallings, 2006).

Desde sua fundação em 1951, o BNDES tem desempenhado um papel importante em relação ao crédito dirigido. A instituição se financia por meio de fontes governamentais e empresta a taxas muito subsidiadas (baseadas na taxa de juros de longo prazo – TJLP), o que diminui os custos para os tomadores e oferece uma vantagem competitiva para aqueles que possuem acesso. No começo dos anos 2000, o banco era responsável por 60% do financiamento de longo prazo do país (Stallings, 2006). Em termos absolutos, foram emprestados quase US\$ 14 bilhões em 2000, valor maior que o total de empréstimos do Banco Interamericano de Desenvolvimento em toda América Latina. Durante a década de 1990, o BNDES se centrou nos setores prioritários (infra-estrutura, competitividade industrial, exportações, tecnologia e apoio as micro e pequenas empresas), emprestando aproximadamente a metade do valor total de forma direta e o resto, mediante operações de intermediação, realizadas em sua maioria por bancos privados. Adicionalmente, durante o período, cerca de 90% do crédito do BNDES se destinou ao setor privado, inclusive a algumas empresas estrangeiras.

O gráfico 5 ilustra a importância relativa do BNDES no processo de investimento ao mostrar a relação do investimento com o crédito total ao setor privado e o crédito propiciado pelo BNDES. Apesar da sincronização entre o crédito total e o investimento, pode-se observar uma relação particularmente estreita entre o investimento e o crédito outorgado pelo BNDES.

Gráfico 5 - Brasil: Taxa de Crescimento do Investimento, dos Empréstimos Bancários e dos créditos do BNDES



Fonte: CEPAL

Em outros países latino-americanos, como Chile e México, os bancos públicos atuaram como fomentadores das micro, pequenas e médias empresas (PMEs), com programas de ampliação do acesso das PMEs ao mercado de crédito. No México, apesar da participação nula dos bancos públicos verificada em 2002, o sistema financeiro público atuou nesse mercado durante a década por meio da Nacional Financiera (NAFIN). O banco obtinha financiamento por meio de mercado de capitais internacionais e locais e os distribuía por meio de uma rede de intermediários financeiros privados, tais como empresas dedicadas ao arrendamento financeiro e *factoring*, cooperativas de crédito e sociedades de poupança e empréstimo. Essa rede cresceu muito rapidamente na década de 1990, assim como a quantidade de empresas dependentes desse serviço. O rápido crescimento teve como resultado a ineficácia e a corrupção, com grandes prejuízos ao tesouro nacional. Entretanto, com o governo de Fox em 2000, a Nafin desenvolveu três políticas de apoio às PMEs, mediante o comitê interdepartamental de política industrial: programas de cadeias de produção, ligando as PMEs com as grandes empresas; programa de crédito para capital de giro; e programa de garantias para empréstimos. Tais programas desembolsaram mais de US\$ 9 bilhões de dólares, 85% destinados ao setor privado (Stallings, 2006).

No Chile, observou-se a forte predominância do BancoEstado no financiamento das grandes empresas e no desenvolvimento de programas de financiamento às PMEs, junto com outra instituição financeira do Estado, Corporação de Fomento da produção (CORFO). Outros 2 bancos de desenvolvimento também tiveram importância significantes em setores específicos: a Empresa Nacional de Minería (Enami), que respalda o setor de mineração, e o Instituto Nacional de Desenvolvimento Agropecuário (Indap), que possui programas ao setor agropecuário. A CORFO teve um papel atuante nos anos 1980, realizando empréstimos diretamente às micro e pequenas empresas. Entretanto, a instituição acabou fechando por problemas de corrupção em 1990. Desde então, a CORFO se reestruturou e passou a obter fundos outorgados pelo governo chileno e outros governos de países desenvolvidos, repassando-os para os bancos comerciais, que por sua vez concediam empréstimos para as empresas. Por meio desses fundos, uma série de programas foi destinada às PMEs, além de medidas que possibilitaram tais empresas a renegociarem suas dívidas. O grande problema da CORFO no período se deu em torno da abrangência dos programas, já que grande parte deles abarcava empresas com faturamento superior a US\$ 30 milhões, sendo consideradas empresas grandes aquelas com faturamento superior a US\$ 2,5 milhões no Chile (Stallings, 2006).

Já o BancoEstado é um banco comercial competitivo no Chile, combinando uma carteira rentável com serviços a setores desfavorecidos da população. Tal instituição foi pioneira na prestação de serviços às micro e pequenas empresas, tanto por meio do empréstimo direto como a partir de programas específicos, incentivando o setor bancário privado a atender essas empresas. Paralelamente, o BancoEstado também prestou serviços as maiores empresas do país, mediante concessão de créditos de longo prazo, a custos mais baixo (Stallings, 2006).

Tais programas às micro, pequenas e médias empresas impulsionaram a participação dos bancos privados nesse nicho de mercado, que proporcionava margens de ganhos maiores que o crédito às grandes empresas. Tal fato pode ser observado na Tabela 15, que apresenta a comparação da carteira de crédito do maior banco público chileno, Banco Estado, com a do maior banco privado nacional, Banco do Chile, e do maior banco estrangeiro no país, Banco Santander. Nota-se a grande participação dos bancos privados no crédito às pequenas empresas e a polarização dos créditos concedidos pelo Banco Estado entre a microempresa e a grande empresa.

Tabela 15 – Chile: Carteira de Crédito dos Bancos Públicos, Privados e Estrangeiros, 2003 (milhares de peso e porcentagem)

Banco	Micro		Pequena		Média		Grande		Total	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Banco do Estado	1.615	31	1.080	21	326	6	2.159	42	5.180	100
Banco do Chile	431	7	2.120	35	1.427	23	2.115	35	6.094	100
Santander	717	9	3.034	38	1.503	19	2.815	35	8.069	100
Total	2.763	14	6.234	32	3.256	17	7.089	37	19.343	100

Fonte: Superintendência de Bancos e Instituições Financeira (SBIF)

a) Menos de US\$ 10.000; b) De US\$ 10.000 a US\$ 250.000; c) De US\$ 250.000 a US\$ 5 milhões; d) Mais de US\$ 5 milhões

No caso argentino, muitos bancos públicos foram privatizados na década de 1990, graças à maciça entrada de bancos estrangeiros no país. Dessa forma, o país contava no período com basicamente dois grandes bancos públicos: o Banco de la Nación e o Banco de la Província de Buenos Aires. Apesar da baixa participação no mercado de crédito do país, tais bancos centraram-se no crédito de longo prazo e no crédito às exportações, com programas específicos para o setor da agroindústria e para as pequenas e médias empresas (Banco de la Nación e Banco de la Província de Buenos Aires).

3.2 As Instituições financeiras regionais

Um dos grandes objetivos da cooperação financeira internacional é o de proporcionar recursos que viabilizem projetos de investimentos específicos de cada país participante e, conseqüentemente, desenvolver e fortalecer um sistema financeiro regional, prevenindo tais países de possíveis choques externos. De acordo com Bonifaz (2006), o desenvolvimento de mercados financeiros regionais permitiria: a) avançar na coordenação macroeconômica; b) proporcionar liquidez durante as crises financeiras; c) limitar o endividamento de curto-prazo; e, principalmente, d) promover o desenvolvimento mediante a eficaz mobilização dos recursos financeiros regionais, contribuindo, assim, para superar a debilidade dos incipientes mercados financeiros nacionais e para gerar oportunidades para os investidores regionais diversificarem os riscos relacionados ao crédito.

Desde a criação da Associação Latino-Americana de Livre Comércio, Alalc, em 1960, há uma preocupação em harmonizar e coordenar políticas macroeconômicas no âmbito de um projeto de integração entre os países América Latina. A Alalc foi a

primeira tentativa integracionista da América Latina, tendo sido fortemente influenciada pelo pensamento estruturalista cepalino (Deos et al, 2009)⁹.

Com o intuito de aproximar as autoridades econômicas dos países e estimular as relações financeiras e as instituições financeiras da região foi criado em 1965, na esfera da Alalc, o Acordo de Pagamentos e Créditos Recíprocos¹⁰ – CCR. Em 1980, a Alalc foi substituída pela Aladi, que deu continuidade ao acordo de crédito recíproco – CCR (que passou a se chamar Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos). Entretanto, o avanço no desenvolvimento da integração regional com a criação do Mercado Comum do Sul (Mercosul) - por meio do Tratado de Assunção em 1991 – não se deu no sentido da concepção de integração de inspiração cepalina das décadas de 50 e 60, inscrevendo-se no âmbito do que a própria Cepal, na década de 90, definiu como regionalismo aberto – acordos de integração regional calcados no comércio e que conservavam a possibilidade de construir alternativas “para fora” (Deos et al, 2009). Dessa forma, o desenvolvimento da cooperação financeira, no âmbito do Mercosul, foi prejudicado por essa forma de pensamento.

De acordo com Deos (2009), podem-se dividir as iniciativas de cooperação financeira em âmbito regional em duas dimensões. Na primeira estão aquelas cujo objetivo predominante é otimizar o manejo da liquidez externa – como CCR e FLAR. Cabe ressaltar a importância do CCR e FLAR no sistema financeiro dos países participantes, já que tais organismos reduzem a necessidade de recursos do mercado internacional, como por exemplo, o FMI. Na segunda, estão iniciativas voltadas para melhorar as condições de acesso ao financiamento de longo prazo (*funding*) – incluindo aí, na década de 1990, CAF, Fonplata e Bladex.

Esses mecanismos financeiros se complementariam, na medida em que o avanço na cooperação financeira se materializasse. Apesar da pouca relevância do financiamento do balanço de pagamentos no período estudado, as agências de fomento tiveram importância, pois, além de mobilizarem recursos, facilitaram o acesso dessas economias aos mercados financeiros internacionais. Segue, nesta seção, uma descrição

⁹ A perspectiva cepalina de integração provinha mais de suas preocupações com o desenvolvimento da região e menos com ganhos puramente advindos do livre comércio. Ademais, da perspectiva da Cepal havia uma preocupação com o fato de a integração dar-se entre países com estruturas produtivas distintas e graus de desenvolvimentos diferentes. O objetivo da Alalc era construir uma área de livre-comércio em 12 anos (Deos, 2009).

¹⁰ Denominado Acordo do México.

das instituições atuantes na América Latina na década de 1990, que contribuíram para o financiamento do desenvolvimento da região.

3.2.1 CCR e FLAR

O CCR é composto por 12 países: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Paraguai, Peru, Uruguai, Venezuela e República Dominicana¹¹. Seu objetivo inicial era auxiliar aos países que enfrentavam restrições externas decorrentes de escassez de reservas num contexto de baixa liquidez internacional. O Convênio funcionaria como um mecanismo para diminuir a transferência de divisas entre os participantes por meio da compensação multilateral periódica de débitos e créditos recíprocos. Ademais, contribuiria para estimular as relações financeiras entre os países da região, facilitar a expansão do comércio recíproco e reduzir os fluxos internacionais de divisas.

Seu funcionamento pode ser descrito da seguinte forma: os bancos centrais dos países membros regulamentam o funcionamento do CCR, sendo que possuem autonomia para definir as garantias oferecidas, as operações e os instrumentos. Assim, o banco central de cada país concede autorização para determinados bancos comerciais operarem no convênio e prestarem garantias em seu nome. A diferença diária entre débitos e créditos entre dois países é coberta por linhas de crédito bilaterais (antecipação de pagamento representa transferência de divisas entre BCs e não o quitamento). Os créditos são irrevogáveis e o exigido é o pagamento do valor excedente antes da data de compensação, ou que o país negocie uma substituição de débitos com outro banco central que possua margem com o banco central do país exportador (Deos et al, 2009).

Sobre o financiamento temporário entre bancos centrais signatários incide a taxa de juros do CCR, composta pela Libor¹² de quatro meses mais 1% a.a. A compensação - feita em dólares dos Estados Unidos - é realizada a cada quatro meses por um sistema operado pelo Banco Central do Peru. A transferência de divisas se baseia no saldo multilateral e não nos bilaterais (Deos et al, 2009).

Durante a década de 90, a participação do CCR no total das operações do comércio regional era de, em média, 15%, contra 84% na década de 80. Tal resultado foi reflexo do fim da obrigatoriedade de cursar as operações comerciais pelo CCR, bem

¹¹ São os países membros da Aladi - com exceção de Cuba - mais a República Dominicana.

¹² London Interbank Offered Rate - taxa de juros do mercado interbancário de Londres.

como as restrições impostas pelos bancos centrais às operações cursadas neste, num contexto de maior acesso dos países da região à liquidez internacional. Outro fato que reduziu a utilização do convênio foi a realização de liquidações antecipadas das operações. Assim, desde o início dos anos 90 os bancos centrais realizam transferências antecipadas voluntárias como forma de otimizar seu manejo de divisas, em virtude da possibilidade de usufruir do diferencial entre as taxa de juros cobrados pelo débito no âmbito do CCR e aquelas praticadas pelo mercado. Dessa forma, as operações utilizadas pelos bancos centrais desvirtuaram-se da finalidade do CCR, que é o de estimular a economia regional (Deos et al, 2009).

Já o Fundo Latino-americano de Reservas – FLAR - foi criado em 1978 e pertence ao sistema andino de integração, sendo composto por Bolívia, Colômbia, Costa Rica, Equador, Peru, Uruguai e Venezuela.¹³ Os recursos do FLAR provêm do capital pago pelos países membros e de sua capacidade de emissão no mercado internacional de capitais¹⁴. O volume de capital aportado pelo país membro é o critério para definir o limite de crédito do país junto ao fundo¹⁵. Seus objetivos específicos são: i) prestar apoio financeiro aos desequilíbrios de balança de pagamentos dos países participantes, seja outorgando créditos ou garantindo empréstimos de terceiros; ii) contribuir para harmonizar políticas cambiais, monetárias e financeiras; e iii) melhorar as condições de aplicação das reservas internacionais efetuadas pelos países membros. A grande vantagem dessa instituição é a maior rapidez no processo de financiamento, já que o grau de condicionalidades exigidas é menor que o do FMI. Entretanto, a limitada capacidade financeira dos seus sócios restringe seu horizonte de ação, já que o órgão não tem condições de atuar em caso de crise financeira generalizada. Mesmo assim, o FLAR foi um instrumento de compartilhamento de reservas e de auxílio financeiro de curto prazo muito importante na região, durante a década de 90, ajudando a suportar os países membros durante as crises financeiras (Deos et al, 2009).

3.2.2 CAF, Fonplata e Bladex

A Corporação Andina de Fomento (CAF) foi a instituição mais exitosa dentre os bancos de desenvolvimento regional da década de 1990. Ela iniciou suas atividades em

¹³ Originalmente denominado Fundo Andino de Reservas (FAR) e composto por Bolívia, Colômbia, Equador, Peru e Venezuela.

¹⁴ O FLAR é o emissor com o mais alto *rating* na América Latina.

¹⁵ Por exemplo, nas linhas para financiar o balanço de pagamentos o limite do país é de 2,5 vezes o capital pago. Já na linha de crédito para reestruturação de dívida o limite é de 1,5 vezes o capital pago. Ver <https://www.flar.net/contenido/default.aspx>.

1970 e tem sede em Caracas. Destinava-se, originalmente, a fomentar a integração da região andina e foi, posteriormente, ampliando seu escopo. Assim, além de ser a principal fonte de financiamento da região andina é também um importante eixo para a integração sul-americana. A CAF é uma instituição financeira multilateral que atende o setor público e privado de seus países acionistas. São eles: Argentina, Brasil, Bolívia, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, Espanha, Jamaica, México, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguai, Venezuela e 15 bancos privados da região.

Desde meados dos anos 1990, a CAF vem avançando significativamente na função de provedora de recursos de médio e longo prazo. Os empréstimos de longo prazo, no período 1991-2000, representaram cerca de 50% do total aprovado, enquanto de 2001-2003 aumentaram para 80%.

Dentre os produtos e serviços oferecidos pela instituição regional na década de 1990 (e no período atual também) estão: investimento, pré-investimento, co-financiamento, fundos fiduciários, garantias, acesso a mercado de capitais, cooperação técnica e assessoramento, capacitação, fortalecimento da capacidade, reestruturação setorial, capital de risco para pequenas e médias empresas e empresas rurais, apoio à balança de pagamentos e socorro em caso de catástrofes. Os principais setores beneficiados com os recursos da CAF no período foram transporte/comunicações; os programas de infra-estrutura social e o setor de Eletricidade/Gás/Água. Tal fato mostra o papel importante da instituição no financiamento do desenvolvimento nos países associados.

Já o Fonplata - Fundo Financeiro para o Desenvolvimento dos Países da Bacia do Prata – é um organismo financeiro multilateral que atende a uma sub-região composta por Argentina, Bolívia, Paraguai, Brasil e Uruguai. Fundado em 1974, o Fonplata tem como objetivo financiar a realização de estudos, projetos, programas e obras que promovam o desenvolvimento e a integração física dos países da Bacia do Prata. Devem ser beneficiados projetos que estejam vinculados a: i) infra-estrutura física, em complemento aos sistemas regionais existentes; ii) educação, saúde, infra-estrutura básica e promoção de exportações; iii) projetos de caráter ambiental. Brasil e Argentina sempre foram os principais acionistas do fundo, com a maior porcentagem de capital integralizado (Deos, 2009). Entretanto, os principais receptores do grupo na década de 1990 foram Bolívia, Paraguai, Brasil – com o financiamento de projetos

ligados a transporte – e Argentina – com financiamentos nas áreas de exportação e social (Fonplata).

Houve ainda outra organização multilateral atuante na região na década de 1990, o Bladex, Banco Latino Americano de Exportações. A instituição iniciou suas operações em 1979, no Panamá, com o intuito de financiar as exportações regionais. Seus acionistas são os bancos centrais e entidades públicas dos 23 países da América Latina, bem como outros bancos, quer da região, quer de outras regiões, e ainda investidores individuais e institucionais.

Dentro da função tradicional de financiamento do comércio exterior, o Bladex realizou as seguintes operações na década de 90: financiamento de curto prazo; pré e pós-financiamento de bens e serviços; importação de bens e serviços; cartas de crédito comerciais; cartas de crédito em garantia; garantia de reembolso; aceite bancário e descontos de notas promissórias com ou sem garantia bancária. Nas operações de comércio exterior estruturadas, financiou exportações garantidas por ECA's (programas oficiais de garantia à exportação) para os países membros da OCDE; e realizou financiamento através de programas de recebíveis de exportações, garantidos por grupos de seguradoras privadas. Os principais países receptores dos recursos do Bladex nos anos 90 foram Argentina – o que mostra a grande disponibilidade de recursos para projetos de exportação no país no período -, México e Brasil.

Portanto, o aumento da interdependência entre um conjunto de países lança as bases para a possibilidade de construção de políticas e instituições capazes não só de proteger a região de crises financeiras, como também de alavancar o seu próprio desenvolvimento, sendo um ganho inequívoco da constituição e do aprofundamento da integração regional. Dessa forma, fundos regionais de reserva, acordos regionais de crédito recíproco - para compensação de transações de comércio exterior – e bancos de fomento capazes de financiar o investimento regional sem a introdução de condicionalidades tornam-se instrumentos importantes para reforçar as estruturas financeiras de países periféricos (Deos et al, 2009).

Por essas razões, a cooperação financeira regional se tornou algo importante para a América Latina na década de 90. A liberalização financeira e a integração internacional trouxeram instabilidade para os países da região, uma vez que os tornaram extremamente vulneráveis ao comportamento volátil dos fluxos internacionais de capitais. Tal cenário fez com que as condições de *finance* e *funding* fossem

prejudicadas, com um maior direcionamento por parte dos bancos privados nacionais e estrangeiros ao ganho mediante operações especulativas no mercado de capitais ou por meio do crédito de curto prazo, com altos custos.

Nesse contexto, os bancos regionais de desenvolvimento, dentre outros mecanismos, participaram na prestação de apoio às inversões em infra-estrutura regional, constituindo uma cooperação para o desenvolvimento da região no período. Ademais, e comparando com instituições como o Banco Mundial e mesmo o BID, estavam, os bancos regionais e sub-regionais, mais próximos das necessidades dos países da região. Isto é, as diferenças nas carteiras dos bancos multilaterais relativamente às carteiras dos bancos de desenvolvimento regionais demonstravam a maior adequação destas ao contexto dos países da região.

4. Conclusão

O que se observou no sistema financeiro latino-americano nos anos 90 foi, nas palavras de Carvalho (2005), a ineficácia das variáveis de indução e viabilização de estímulo ao investimento produtivo. A falha dos mecanismos de indução consistiu na inexistência de políticas macroeconômicas comprometidas com a manutenção do pleno emprego, a estabilidade macroeconômica e um nível mínimo de demanda agregada capaz de sustentar os lucros das empresas. O que se viu no período foi a busca pela estabilidade de preços a qualquer custo, ante os altos índices de inflação que atingiram as principais economias latino-americanas na década de 80.

Como consequência desse objetivo, outros dois elementos importantes na constituição da estabilidade macroeconômica foram preteridos: o nível de emprego e o crescimento econômico. A utilização da âncora cambial e, portanto, da taxa de câmbio sobrevalorizada como instrumentos de política antiinflacionária em diversos países da região gerou uma série de desequilíbrios econômicos, já que se criou uma forte dependência externa. A necessidade de atração de capitais externos para a manutenção da política cambial fez com que muitos países latino-americanos adotassem políticas monetárias restritivas, o que dificultou o acesso ao financiamento e, portanto, a realização dos projetos de investimento produtivo. Ademais, dentro da nova configuração do sistema financeiro internacional, foram adotadas, ainda que em diferentes intensidades, medidas de desregulamentação do mercado financeiro e abertura comercial, a fim de atrair o crescente fluxo de capitais estrangeiros para os países emergentes na década de 90.

Essa política macroeconômica adotada pelos países da região no período fez parte de uma estratégia de crescimento com poupança externa, que consistiu no aumento do ingresso de capitais externos, com a adoção de um regime de câmbio fixo ou algum tipo de sistema de paridade, e na geração de déficits em conta corrente. Com o abundante suprimento de moeda estrangeira e a conseqüente valorização da taxa de câmbio, a demanda por mercadorias estrangeiras aumentou, causando uma reviravolta na balança comercial, de superávit para déficit. No entanto, apesar do déficit em conta corrente, a taxa de investimento não apresentou um aumento expressivo, já que boa parte do déficit comercial foi reflexo de uma explosão no consumo gerada pelo aumento dos salários reais decorrente da valorização cambial.

Já a falha dos mecanismos de viabilização consistiu na incapacidade dessa estratégia de crescimento, adotada pelos países latino-americanos, em proporcionar financiamentos compatíveis com o investimento produtivo. Os fluxos de capitais externos eram preponderantemente dominados por investimentos de portfólio e arbitragem de curto prazo. No caso dos Investimentos Estrangeiros Diretos (IDEs), o que se observou foi a grande concentração dessas inversões em fusões e aquisições, principalmente no setor bancário. Adicionalmente, a elevação das taxas de juros provocou um aumento no grau de preferência pela liquidez dos bancos, que optaram pelos maiores rendimentos dos títulos públicos. Tal fato significou uma contração do crédito bancário privado, que se tornou mais caro na maioria dos países da região e com prazos mais curtos, mostrando o desinteresse dos bancos privados nos empréstimos ao setor produtivo. Como consequência, pode-se observar claramente, principalmente no Brasil e no México, uma concentração do financiamento bancário privado destinado ao consumo.

O grande impacto dessa estratégia ocorreu no nível de poupança interna (macroeconômica). Com exceção do Chile, todos os principais países latino-americanos apresentaram uma redução do nível de poupança interna, com a prevalência de poupança externa, taxa de câmbio sobre valorizada, controle da inflação e consumo. A diminuição da poupança macroeconômica, em que pese o expressivo aumento da poupança financeira, juntamente como o caráter de curto prazo dos investimentos no mercado de capitais, limitou as condições de *funding* das empresas, dificultando, assim, os projetos de investimentos de longo prazo.

Coube, portanto, aos bancos públicos e aos organismos multilaterais latino-americanos viabilizar recursos de longo prazo com custos compatíveis com a rentabilidade esperada dos investimentos, ampliando o acesso das empresas ao crédito. O financiamento se deu por meio de linhas de crédito ou programas específicos. Ademais, tais créditos eram ligados a projetos de investimentos produtivos, contribuindo para o financiamento do desenvolvimento da região. Conforme observa Cintra (1999), diante do não desenvolvimento e com a desregulamentação e liberalização do mercado financeiro, os bancos públicos desempenharam uma função coordenadora e diretiva importante na região

Dessa forma, assim como mostra Frenkel (1994), o grande impacto da liberalização financeira e comercial e da desregulamentação dos mercados financeiros

domésticos sobre a disponibilidade de financiamento do sistema bancário e do mercado de capitais, foi canalizado para o consumo, construção e investimentos imobiliários, dado ao efeito riqueza causado pela valorização cambial. Dessa forma, a abertura financeira e comercial associada a elevados déficits em conta corrente em vários países com influxo de capitais externos nos anos 90 ocasionou uma elevação da taxa de juros (a fim de atrair capitais e conter a inflação), bem como uma queda no investimento produtivo e na poupança macroeconômica. Isso implicou baixo crescimento econômico e deterioração da conta corrente do balanço de pagamentos de diversos países da região. Ademais, a expansão do sistema financeiro desregulamentado e aberto, impulsionada pela entrada de capitais externos, também não proporcionou a criação de instrumentos e instituições de mobilização para suportar o financiamento de longo prazo.

Bibliografia

BEBZUK, Ricardo. Acceso al financiamiento de las pymes en la Argentina: estado de situación y propuestas de política. *CEPAL: Sección de Estudios del Desarrollo*. Santiago de Chile, setembro de 2010

BELUZZO, L.G. de M. “Voando baixo do México a Bancoc”, *Folha de São Paulo*, 13/7/1997, p.8, Caderno 2 – Dinheiro.

BIS Papers No 33. Evolving banking systems in Latin America and the Caribbean: challenges and implications for monetary policy and financial stability. Monetary and Economic Department, February 2007.

CARNEIRO, Ricardo. O financiamento da acumulação de ativos (um esquema analítico). *Texto para Discussão IE/UNICAMP* n. 167, 2009.

CARVALHO, F. Investimento, poupança e financiamento do desenvolvimento. In: Sobreira, Rogério & Ruediger, Marco Aurélio. *Desenvolvimento e construção nacional: Política Econômica*. Rio de Janeiro: FGV, 2005. p. 11-37

CHAPOY BONIFAZ, Alma. Cooperación financiera regional en Latinoamérica: posibilidades y obstáculos. *En publicación: Reforma financiera en América Latina*. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires, Argentina 2006.

CHICK, V. *Macroeconomics after Keynes*. Oxford: Philip Allen. 1983

CHICK, V. “The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest”. *Economie et Sociétés* (Cahiers de l'ISMEA, Serie Monnaie ET Production, 3), 1986.

DEOS, Simone Silva de et al. Estudos Transversais: Perspectivas do Investimento na Dimensão do Mercosul e da América Latina. In: Projeto PIB: Perspectivas do Investimento no Brasil. *IE Unicamp*, março de 2009

FONPLATA. Acessado através do site: www.fonplata.org

FREITAS, Maria Cristina & PRATES, Daniela Magalhães. Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México. *Economia e Sociedade*. Campinas, dez 1998 p. 173-198.

FRENKEL, R. (ed). *El fortalecimiento del sector financiero em el proceso de ajuste: liberalización y regulación*. Nova Iorque: Banco Interamericano de Desarrollo/ Buenos Aires: Centro de Estudios de Estado y Sociedad, 1994.

HERMANN, Jeniffer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições de experiência brasileira no período 1990-2006. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 19, n. 2 (39), p. 257-290, ago. 2010.

KEYNES, J.M. A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. 1 ed. São Paulo: Atlas, 1982.

KEYNES, J.M. A Teoria *ex ante* da Taxa de Juros. *Economic Journal*, 1937, p. 663-669.

LOBO, Breno Santana. Teoria dos fundos emprestáveis x circuito financiamento-investimento-poupança-*fundings*: uma avaliação empírica para o Brasil. *I Encontro de Economia Baiana*. Salvador, setembro de 2005.

MEDEIROS, Carlos, Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina. In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luis; (Org.). *Poder e dinheiro*. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. Sistemas financeiros do Mercosul: estrutura, financiamento de longo prazo e interpenetração de capitais. *Texto para Discussão*. IE/UNICAMP n. 166, out. 2009.

MIGLIOLI, Jorge. Apresentação. In: KALECKI, Michal. A teoria da Dinâmica Econômica. São Paulo: Abril, 1977.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. In: Ricardo Carneiro; Luiz Cláudio Marcolino. (Org.). Sistema financeiro e desenvolvimento econômico no Brasil: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Sindicato dos Bancários SP, 2010, v. , p. 89-128.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser & NAKANO, Yoshiaki. Crescimento econômico com poupança externa. *Revista de Economia Política*, 22(2) abril 2003 3-27.

PRATES, Daniela Magalhães. Crises financeiras dos países emergentes: uma interpretação heterodoxa. Campinas, 2002. Mimeo

POLLACK, M. & GARCÍA, A. Crescimiento, competitividad y equidad: rol Del sector financiero. Santiago de Chile: Cepal, novembro de 2004.

STALLINGS, Bárbara. Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada. Santiago de Chile: Cepal, Julho de 2006.

STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. In: LIMA, Gilberto T.; SICSÚ, João; PAULA, L. F. R. de. **Macroeconomia moderna**: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1993. p.151-170.

TOBIN, J. "Liquidity preference as behavior towards risk". *Review of Economic Studies*, vol. 25, 1958.

ZYSMAN, J. *Governments, markets, and growth*: finance and the politics of industrial change. Cornell University Press, 1983.

UNCTAD. Fuentes Internas de Financiación e Inversión Destinada a Mejorar La Capacidad Productiva. *Informe sobre el comercio y el Desarrollo*, 2008.