

El sistema bancario brasileño: algunas reflexiones sobre las consecuencias de la liberalización del sector

JULIMAR DA SILVA BICHARA Y ANDRÉ MOREIRA CUNHA

Profesor y Director del Centro de Estudios Brasileños Ortega y Gasset
y Profesor de la Universidad Federal do Rio Grande do Sul

RESUMEN

El sistema financiero brasileño, especialmente el sector bancario, pasó por un profundo proceso de transformaciones, a lo largo de la última década. Dos aspectos merecen ser destacados, por un lado, las reformas legales, que acercaron las reglas de funcionamiento internas a las internacionales, permitiendo el saneamiento del sector en un ambiente de volatilidad macroeconómica y, por otro lado, un cambio estructural del sector, con la reducción de la participación de los bancos públicos y el aumento del porcentaje de capital extranjero.

La experiencia brasileña tiene especial interés porque ese proceso de reestructuración evitó una crisis bancaria abierta, a ejemplo de las crisis asiáticas de 1997 y 1998. La consolidación de la banca permitió el fortalecimiento del sector. Sin embargo, al contrario de la expectativa generada por la literatura especializada, la liberalización financiera y la mayor participación del capital internacional no redujeron los problemas estructurales de insuficiencia –baja relación crédito al sector privado/PIB– y de ineficiencia –elevados *spreads* bancarios.

1. INTRODUCCIÓN

El sistema financiero brasileño, especialmente el sector bancario¹, pasó por un profundo proceso de transformaciones a lo largo de la última década. Dos aspectos merecen ser destacados, por un lado, las reformas legales, que acercaron las reglas de funcionamiento internas a las internacionales, permitiendo el saneamiento del sector en un ambiente de volatilidad macroeconómica y, por otro lado, un cambio estructural del sector, con la reducción de la participación de los bancos públicos y el aumento del porcentaje de capital extranjero, en un movimiento que combinó una acción pro activa de las Autoridades Monetarias² y el interés estratégico de los principales *players* del sector privado.

En este sentido, Brasil no es una excepción a la tendencia más general de consolidación bancaria y liberalización financiera, como ocurrió en las economías desarrolladas y en desarrollo. La mayor participación del capital extranjero en los sistemas financieros de los países en desarrollo también es una regla general, en la cual se encuadra Brasil. La experiencia brasileña tiene especial interés porque ese proceso de reestructuración evitó una crisis bancaria abierta, a ejemplo de la crisis asiáticas de 1997 y 1998. La literatura económica³ identifica las crisis bancarias por la suspensión de la convertibilidad de los pasivos bancarios, que ocurre después de una “corrida bancaria”, provocando el cierre de instituciones, intervenciones estatales para provisión de liquidez, etc. Ellas pueden ser localizadas en pocas instituciones o sistémicas.

En el caso brasileño, las dificultades de algunos bancos privados y públicos, en el periodo posterior a la estabilización monetaria –el Plan Real (1994)–, llevó a un amplio proceso de saneamiento del sector financiero. Sin embargo, no se observó un “efecto dominó” (Sachs, 1998) de las corridas bancarias, con quiebras sucesivas de instituciones. No hubo, desde una perspectiva general, quema de activos y capital. Los depósitos no disminuyeron. El crédito creció, aunque, en términos reales, el ritmo de crecimiento haya sido inferior al del PIB.

El sistema financiero brasileño viene presentando tasas de rentabilidad sistemáticamente superiores a la media de los otros sectores de la economía⁴. Se beneficia de tasas de interés⁵ elevadas, practicadas por el gobierno central en su política de financiación. Los ingresos de tesorería, asociados fundamentalmente a la adquisición de títulos públicos, es una fuente importante de ingresos para las instituciones financieras (Freitas, 1999; Cardim de Carvalho, 2000; OCDE, 2001; Cunha, 2002; Carvalho *et. al.*, 2002). La consolidación de la banca permitió el fortalecimiento del sector. Sin embargo, al contrario de la expectativa generada por la literatura especializada, la liberalización financiera y la mayor participación del capital internacional, no redujeron los problemas estructurales de insuficiencia – baja relación crédito al sector privado/PIB –y de ineficiencia– elevados *spreads* bancarios.

Ese trabajo está estructurado en tres apartados. En el primero, se presentan algunas características de la experiencia internacional reciente de consolidación del sistema bancario, en los países en desarrollo y desarrollados. Se destacan los argumentos favorables y contrarios a la mayor participación del capital extranjero en el sector bancario de los mercados emergentes. Posteriormente, se presenta la experiencia brasileña, evaluando los resultados de la consolidación bancaria y, por último, en las conclusiones, se com-

paran estos resultados con los elementos presentados en la literatura especializada.

2. CAMBIOS RECIENTES EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Los cambios recientes en el sistema financiero brasileño deben ser analizados como una parte de un conjunto de transformaciones mucho más amplio. Así, los "...cambios estructurales que han ocurrido en las finanzas nacionales e internacionales, durante las dos últimas décadas, pueden ser vistas como parte de un proceso complejo, mejor descrito como siendo la globalización de las finanzas y de los riesgos financieros" (IMF, 1998c: 180). Se puede destacar algunos elementos claves de esta transformación:

- i) El aumento de la capacidad técnica para desarrollar finanzas de precisión, es decir, mayor capacidad para la creación de nuevos productos financieros, adecuados a las demandas específicas, sobre todo en lo que se refiere a la determinación del precio y a la distribución de riesgo;
- ii) La constitución de un mercado financiero global, a partir de la integración de los mercados nacionales;
- iii) Pérdida de transparencia en la distinción entre los tipos de instituciones financieras, sus funciones y los mercados en donde operan⁶;
- iv) La emergencia de bancos e instituciones financieras globales, ofertando un amplio abanico de productos y servicios en los más diversos mercados;
- v) Cambios en la percepción del riesgo y de los beneficios potenciales, tanto por parte de los tomadores de recursos, como por parte de los prestadores, así como del espacio relevante para la toma de decisión, en donde las fronteras entre los mercados nacionales e internacionales van perdiendo relevancia.⁷

Se observa un movimiento de homogeneización de las formas institucionales y de los patrones de regulación del sistema financiero. Las fronteras tradicionales entre instituciones bancarias y no bancarias, estarían perdiendo relevancia frente a los avances propiciados por las innovaciones financieras y la integración de los mercados –está siendo percibida como contrapunto del proceso de desregulación de las demás instituciones financieras⁸–. En este contexto, se observa un incremento de la participación de las instituciones no financieras en el sistema. Considerando el caso de los Estados Unidos, reconocido por un mayor desarrollo de los mercados financieros, se

observa una fuerte reducción de la participación de los bancos en la gestión de los activos financieros personales. En 1980, los bancos respondían del 50% de los recursos. En 1995, gestionaban sólo un 18% de los activos personales. Por lo contrario, las instituciones no financieras pasaron de gestionar el 18% de estos activos, en 1980, al 42%, en 1995. Por tanto, el fenómeno de la desintermediación financiera marca, tanto la gestión de los recursos personales, como la búsqueda de fuentes alternativas de financiación por parte de las empresas. Pero esto no significa la ausencia de intermediación, sino una pulverización en la captación y aplicación de los recursos financieros en la cual, en alguna medida, las operaciones financieras pasan a no comprometer directamente la estructura patrimonial de los bancos.

Los episodios de expansión de la liquidez financiera internacional⁹ han estado asociados a una creciente inestabilidad que, a su vez, ha generado una tensión permanente sobre el sistema financiero, sobre todo, en los países emergentes. Esta inestabilidad sería inherente al contexto de creciente internacionalización e integración de las finanzas y predominancia de las operaciones con títulos negociables, por lo que los shocks tenderían a transmitirse más fácilmente, a través de las fronteras, de un mercado a otro, provocando fuertes fluctuaciones en los precios de los activos y de los tipos de cambio¹⁰.

Las décadas siguientes a la ruptura del sistema de tipo cambio fijo, derivado del acuerdo de Bretton Woods, fueron caracterizados por la consecución sistemática de crisis financieras. El FMI (IMF, 1998) identificó, para el período 1975-1997, 158 episodios de crisis cambiarias y 54 de crisis bancarias¹¹. Las crisis fueron más frecuentes en los países en desarrollo, con costes significativos, tanto en la reestructuración del sistema, como en términos de reducción del PIB. En los casos más graves, los costes fiscales de las crisis oscilaron entre el 30% y el 40% del PIB. La pérdida de renta, calculada por la diferencia entre la tendencia del PIB y su evolución, después de la crisis, fue de un 4,25% de media, siendo más alta en los países en desarrollo.

Algunas regularidades empíricas, que han marcado las crisis financieras recientes, merecen ser destacadas: una expansión del crédito, asociado a la liberalización financiera (interna y externa); la alimentación de un *boom* en los mercados reales y financieros; la apreciación del tipo de cambio; el debilitamiento externo, con un deterioro de los saldos en cuenta corriente y reducción de la liquidez (aumento de la relación entre pasivos y activos externos y reducción de los plazos de las posiciones pasivas)¹².

En este contexto, los países más afectados por una inestabilidad financiera, especialmente aquellos que pasaron por una crisis bancaria abierta, han

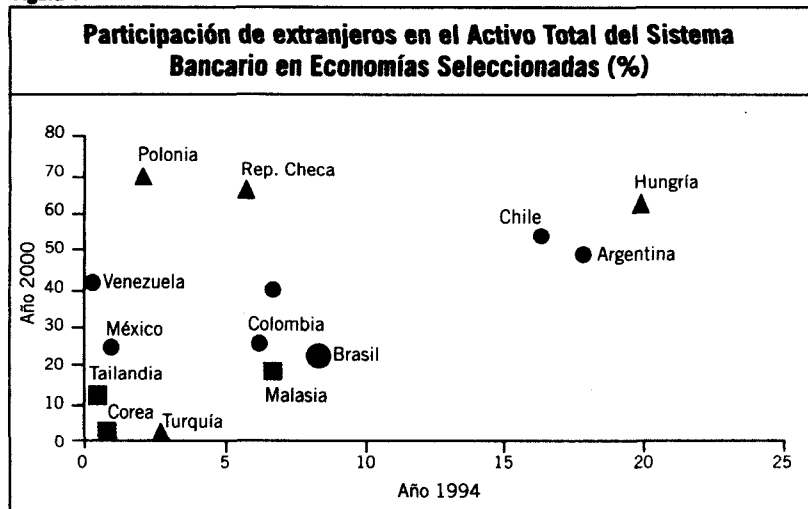
desarrollado mecanismos para sanear sus sistemas financieros. Merecen destacar dos conjuntos de medidas: (i) la constitución de instituciones específicas, normalmente de carácter público, para intermediar la reestructuración patrimonial de los agentes endeudados, promover fusiones e incorporaciones, administrar quiebras, etc., y (ii) la utilización de recursos públicos para la compra de créditos, sin retorno (IMF, 1998d y Stone, 1998). El FMI (IMF, 1998) estimó el coste fiscal y *casí* fiscal, de 19 casos de crisis bancarias en las últimas dos décadas. Las crisis más graves y con mayor coste fueron las del Cono Sur: Argentina (1980-1982), Chile (1981-1985) y Uruguay (1981-1984), en donde los costes alcanzaron un nivel entre el 13% y 55% de los PIB, respectivamente, y también la reciente crisis asiática, con costes superiores al 30% del PIB¹³.

Uno de los aspectos más importantes de las transformaciones, destacadas anteriormente, se refiere a la globalización de los bancos que operan en el mercado internacional. La internacionalización de las actividades bancarias no es un fenómeno reciente. La llamada "globalización de los bancos internacionales" (McCauley *et. al.*, 2002), se diferencia de la etapa anterior de internacionalización, puesto que ahora los bancos internacionales fundamentan sus operaciones en el exterior en la captación de depósitos en los mercados externos. En el pasado, las operaciones activas (préstamos, adquisición de activos, etc.) en los mercados exteriores estaban lastrada por la captación de recursos en los mercados de origen. Las operaciones internacionales de los bancos tendían a seguir la internacionalización de las actividades de las empresas no financieras de sus países de origen (World Bank, 1997; IMF, 1998c; Borio & Tsatsaronis, 1999; McCauley *et. al.*, 2002; Jeanneau & Micu, 2002).

El aumento de la competencia en los mercados de origen, las innovaciones tecnológicas, la mayor apertura financiera y la privatización en los países en desarrollo (con diferencial de tipo de interés con relación a los mercados centrales muy atractiva), entre otros motivos, alteraron las estrategias de los bancos internacionales y de otras instituciones no financieras (Group of Ten, 2001). El incremento de la participación de los bancos extranjeros en los países en desarrollo aumentó la polémica acerca de los costes y beneficios de la liberalización de los mercados bancarios.

En la figura 1 se observa ese proceso en algunas economías seleccionadas. En la segunda mitad de los años 90, se pone de manifiesto un rápido aumento de la internacionalización de los sistemas bancarios de los principales mercados emergentes, especialmente en el Este europeo y en América Latina. En Asia, la crisis llevó a un aumento de la participación del capital

Figura 1



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Brasil, www.bcb.gov.br

extranjero, aunque en niveles muy inferiores. Martínez Peria *et. al.* (2002) estimó en un 13% la participación de los bancos extranjeros en los créditos ofertados en los países en desarrollo. Entre los países de América Latina, este valor osciló, en 2000, del 19% de Brasil al 55% de Argentina y Perú.

Los argumentos más importantes, favorables a la apertura del sistema financieros de los países en desarrollo, son: (I) estabilización de los sistemas financieros nacionales, por la entrada de recursos externos de mayor plazo y más diversificados; (II) crecimiento de la oferta de crédito; (III) mayor eficiencia, es decir, reducción de costes, y (IV) modernización de las actividades bancarias, con efectos positivos en la estabilidad financiera. Además, aumentaría la presión por la mejora de patrones de regulación y control. Sin embargo, los críticos sugieren que el comportamiento de los bancos extranjeros tendería a ser pro-cíclico y que las crisis, en los países de origen, afectarían negativamente la oferta de crédito en los países receptores, aunque estos estuviesen en condiciones macroeconómicas adecuadas. Por otro lado, no existirían evidencias de un aumento significativo de la oferta de crédito. Los bancos extranjeros, además, tenderían a apropiarse de las mejores parcelas del mercado de servicios financieros, debilitando las instituciones nacionales y generando una concentración del mercado (IMF, 1998c; Dages *et. al.*, 2000; Martínez Peria *et. al.*, 2002). En una evaluación cuidadosa, el FMI indica que "las evidencias existentes sobre la entrada de los bancos extranjeros sugiere que la presión competitiva, generada por dicha entrada, aumenta la eficiencia del sistema banca-

rio, sin embargo aun no está claro si la mayor presencia de bancos extranjeros contribuye a un sistema bancario más estable y a una menor volatilidad en la oferta de crédito.” (IMF, 1998c: 152).

3. TRANSFORMACIONES EN EL SISTEMA FINANCIERO BRASILEÑO

3.1. Una introducción histórica

En una perspectiva de largo plazo, se puede identificar algunos puntos de inflexión en la estructuración del sistema financiero brasileño. La reforma bancaria del inicio de la década de 1960, tenía el objetivo de crear una arquitectura institucional más funcional al financiamiento de una economía que se industrializaba y se urbanizaba rápidamente, pero que todavía dependía de fondos públicos y externos. Siguiendo el modelo de los EUA, se segmentó el mercado. Los bancos comerciales tenían el papel de ofrecer crédito de corto plazo al sector privado, basado en la captación de depósitos y en la emisión de instrumentos financieros de corto plazo. Las llamadas “financieras” (sociedades de crédito, de financiación y de inversión) se especializarían en el crédito al consumo, basándose, especialmente, en la aceptación y emisión de letras de cambio. Esta legislación creó los “bancos de inversiones”, que deberían ofrecer créditos de medio y largo plazo, lastrado en la emisión de certificados de depósitos bancarios (CDBs) y en otros títulos de largo plazo. El sistema se completaba con el Banco Nacional da Habitação¹⁴ (BNH), los bancos federales, como el Banco do Brasil (BB), la Caixa Econômica Federal¹⁵ (CEF), el Banco Nacional de Desarrollo (BNDES), el Banco del Nordeste, el Banco de la Amazonía, y una amplia red de bancos oficiales de las provincias (bancos estatales) –comerciales, de ahorro y de desarrollo– controlados por los gobiernos sub-nacionales.

En la práctica, esta estructura no fue capaz de reducir la dependencia de créditos públicos y externos, para la financiación de largo plazo en la economía brasileña. En un ambiente de alta inflación, que obstaculizaba la emisión de títulos de largo plazo, el modelo de bancos de inversión no funcionó. La indexación generalizada de los instrumentos financieros creaba, para los ahorradores, una alternativa de adquisición de activos de corto plazo más rentable y protegida de la depreciación monetaria. Los bancos públicos continuaron siendo la base de la financiación de largo plazo. Por otro lado, los grandes bancos adoptaron la estrategia de actuar en todos los segmentos rentables del mercado, creando unidades de negocios jurídicamente autónomas, de forma que funcionaban como bancos múltiples.

En 1988 se hizo una mini-reforma¹⁶ del sistema bancario brasileño. Se creó la figura de “bancos múltiples” en los moldes de los bancos universa-

les europeos y, consecuentemente, provocó el primer proceso de consolidación. Por un lado, cerca del 40% de los bancos, que existían en 1988, desaparecieron en la década siguiente, sin embargo, por otro, la mini-reforma generó una significativa expansión del número de bancos y, sobre todo, de agencias bancarias. La nueva legislación permitía que los bancos comerciales, los bancos de inversiones y otras instituciones financieras no bancarias, estuviesen bajo el paraguas de la misma personalidad jurídica. Se tornó de derecho lo que en la práctica el mercado ya había consagrado. Entre 1989 y 1993 fueron autorizadas la constitución de 143 bancos múltiples, incluyendo los principales *players* del mercado brasileño (BCB, 2002b).

En la década de los 90, el sistema financiero brasileño pasó por importantes transformaciones¹⁷. Merece destacar, entre otras cosas, un cambio en la composición de los principales agentes, con reducción de la participación del sector público, especialmente de los bancos estatales, y una ampliación de la presencia del capital extranjero. La estabilización económica, que generó una drástica reducción de los ingresos de *floating*, derivados del ambiente de alta inflación¹⁸, el estrechamiento de la reglas prudenciales y la herencia de los desequilibrios patrimoniales, determinaron el debilitamiento de varios bancos (privados y públicos). Así, el capital extranjero que, a finales de los años 80, detenía cerca del 9% de los activos, pasó a representar, en la actualidad, alrededor del 30% del mercado (Banco Central, 2001, 2002). La mayoría de los bancos estatales fueron privatizados. Y algunos bancos privados tradicionales fueron incorporados por otros o vendidos a bancos extranjeros.

El proceso de consolidación bancaria permitió el fortalecimiento del sector, comparándolo con el de otros países en desarrollo de América Latina y Asia. Sin embargo, aun permanecen problemas estructurales de insuficiencia –relación entre el crédito al sector privado/PIB oscilando en niveles inferiores al 30%– e ineficiencia– *spreads* superiores al 30% al año y provisiones de recursos para sectores específicos, como el de la vivienda, la agricultura, las micro y pequeñas empresas, las exportaciones y los sectores de alta tecnología, todavía dependientes de recursos públicos.

3.2. La consolidación bancaria de los años 90: La regulación estatal

Se entiende por consolidación al proceso de reestructuración de un mercado, que ocurre a través de mutaciones patrimoniales (fusiones, adquisiciones, incorporaciones) y/o alianzas estratégicas, determinadas por cambios regulatorios, tecnológicos y de patrones competitivos, que genera, como consecuencia, alteraciones en la propia dinámica de funcionamiento de los mercados. El Group of Ten (2001) realizó un detallado estudio sobre la consolidación del sistema financiero en las principales economías industrializadas.

En este sentido, este apartado tiene el objetivo de analizar la consolidación que se está procesando en el sistema bancario brasileño. Por otro lado, es importante destacar que, tanto en términos internacionales como en el caso de Brasil, la consolidación bancaria es un proceso en curso y que, además, no se debe confundir consolidación con "estabilidad".

Tres elementos están determinando la consolidación del sistema bancario brasileño: (I) el cambio de régimen inflacionario, provocado por el éxito inicial del Plan Real; (II) la liberalización económica, y (III) la actuación del Banco Central, como agente regulador y fiscalizador del sistema. Para el Banco Central (1999, 2001, 2002, 2002b), el entorno de alta inflación, por un periodo de tiempo prologando, permitió, por un lado, una significativa expansión del sistema financiero y, por otro, la adopción de prácticas ineficientes, especialmente por parte de la banca. La pérdida de los beneficios de intermediación, potencializados por la inflación creciente, debilitó las instituciones menos eficientes¹⁹. Además, se observó también, a partir de la estabilización monetaria, un *boom* del crédito, con posterior debilitamiento de las carteras de crédito constituidas. En el primer año del Real, el estoque de operaciones de crédito en el sistema financiero nacional (SFN) creció un 50%, en términos nominales y un 20%, en términos reales.

Los aumentos reales de renta -40% en términos nominales y cerca del 15% en términos reales²⁰- y el optimismo generado por la estabilización, estimularon el aumento de los gastos privados, especialmente de las familias, aumentando el endeudamiento. Por ejemplo, entre julio de 1994 y junio de 1995 se observó un crecimiento real del 70% de las operaciones de crédito de las personas físicas y entre un 10% y un 50% en los demás sectores de la economía (industria, comercio, vivienda, rural y servicios)²¹. La crisis mexicana, de diciembre de 1994, llevó al Banco Central de Brasil a adoptar una política monetaria más rígida, en 1995. Los créditos improductivos pasaron de cerca del 5%, en los dos años que antecedieron en Real, a más del 10%, en los dos años siguientes.

Así, considerando lo anterior, empezó un proceso de reestructuración del sector bancario brasileño, marcado por transferencias de control, incorporaciones, cierres y liquidación de instituciones, disminuyendo el número de bancos en funcionamiento. En junio de 1994, el sistema bancario estaba compuesto por 210 bancos múltiples, 34 bancos comerciales y 2 cajas de ahorro, en un total de 246 instituciones. En junio de 2002, existían 182 instituciones, disminuyendo la participación de los bancos nacionales, tanto públicos como privados, y aumentado, en contrapartida, la participación de los bancos extranjeros.

Ese proceso de consolidación bancaria fue también favorecido por el esfuerzo de saneamiento financiero, promovido por el Banco Central. La estabilización monetaria puso de manifiesto las debilidades estructurales de muchas instituciones. La liquidación de dos grandes bancos privados nacionales (el Económico en agosto de 1995 y el Nacional²² en noviembre del mismo año), en el año de 1995, precipitó la adopción de medidas, visando el fortalecimiento del sistema financiero nacional. Temiendo una crisis sistémica, el Banco Central de Brasil inició un amplio esfuerzo de reestructuración.

La Resolución nº 2.197, de 31/08/1995, autorizó la constitución de una entidad privada, sin fines de lucro, para administrar recursos, destinados a la protección de los ahorradores. El objetivo era minimizar los riesgos de una corrida bancaria, derivadas de la pérdida de confianza en la solidez de las instituciones financieras (Banco Central, 1999 y 2002b). Posteriormente, esta iniciativa se materializó en la constitución de un Fondo de Garantías de Crédito (FGC)²³.

En noviembre de 1995, fueron tomadas otras iniciativas, entre las que se destacan: (I) la ampliación de los poderes del Banco Central, para responsabilizar civilmente a los controladores de las instituciones financieras y a los auditores independientes, a parte de aumentar la posibilidad de tomar acciones preventivas para el saneamiento de instituciones debilitadas como, por ejemplo, condicionar los aportes de liquidez a cambios societarios, como fusiones, incorporaciones o cisiones²⁴; (II) creación de incentivos fiscales²⁵ para estimular la incorporación de instituciones débiles por las más saludables, y (III) creación del Programa de Estímulo a la Reestructuración y al Fortalecimiento del Sistema Financiero Nacional (PROER)²⁶, ofreciendo condiciones para acelerar el proceso de fusiones e incorporaciones de bancos, especialmente por la constitución de una línea especial de asistencia financiera. Dichas medidas actuarían a favor del proceso de consolidación bancaria, estimulando las mutaciones patrimoniales, al mismo tiempo que el sector público asumiría parte del coste del ajuste patrimonial de las instituciones más problemáticas.

Según el Banco Central (1999: 13), el PROER tenía como objetivo "... proteger las inversiones y los ahorros de la sociedad brasileña, a través de la concesión al Banco Central de un instrumento legal, capaz de conducir el SFN a un nuevo modelo, otorgándole el poder de posibilitar su funcionamiento con instituciones con "salud", liquidez y solidez". Entre 1995 y 1997, varios bancos importantes utilizaron el PROER para concretizar su proceso de transferencia de control, entre ellos el Banco Nacional S.A., el Banco Económico S.A., el Banco Mercantil S.A., el Banco Banorte S.A. y el Banco

Bamerindus do Brasil S.A.. Puga (1991:13) destaca que el Banco Bozano Simonsen estimó que, en 1998, la asistencia recibida por los bancos privados, a través del PROER, llegó a 21 billones de dólares, equivalente al 3,8% del PIB. Por otro lado, el Banco Central (2002b) estima que el coste del programa estaría entre el 0,9% y el 1,4% del PIB.

Otro elemento importante en el proceso de saneamiento del sistema, fue la resolución de los desequilibrios patrimoniales de los bancos estatales, a través de un amplio proceso de ajuste fiscal, en donde el gobierno central asumió los pasivos financieros de los estados. Para ello el gobierno creó el Programa de Incentivo a la Reducción del Sector Público Estatal en la Actividad Bancaria (PROES)²⁷. El gobierno central aportaría recursos, capaces de reequilibrar el patrimonial de los bancos estatales, emitiendo títulos federales. Los estados controladores de los bancos podrían optar por la posterior privatización, extinción, transformación en agencia de fomento o saneamiento, manteniendo el control de la institución²⁸. Los costes brutos del programa pueden ser estimados en alrededor del 6% del PIB (BCB, 2002b)²⁹. Antes del PROES, había 35 instituciones controladas por los gobiernos estatales. La mayoría de los estados se adhirieron al Programa, con excepción de los estados de Paraíba y Distrito Federal. En un balance reciente, el Banco Central (2002b) indica que, en el ámbito del PROES, fueron extintas diez instituciones, siete fueron privatizadas, otras siete fueron compradas por el gobierno central para posterior privatización, cinco fueron saneadas y diecisiete fueron transformadas en agencias de fomento.

Más allá de la necesidad de saneamiento de las instituciones, especialmente cuando el objetivo era minimizar el riesgo sistémico, el PROES debía trabajar bajo la tesis de que el Estado debería disminuir su capacidad para intervenir en la economía. El Banco Central de Brasil (1999) entendía que la reducción de la participación del Estado sería central para el saneamiento del sistema bancario nacional. El diagnóstico era que "...los bancos estatales se encuentran, desde hace mucho, con problemas estructurales, a causa de la excesiva concentración de créditos, con elevado grado de impago, particularmente por parte de los controladores y de las empresas ligadas. Otro problema es el significativo volumen de títulos públicos, emitidos por los propios Estados, lo que les hace altamente dependientes de recursos de los mercados financieros, a tipos, generalmente, muy superiores a las practicadas regularmente. Por otra parte, esas instituciones mantienen estructuras administrativas completamente inadecuadas, si se las compara con las instituciones congéneres, controladas por capitales privados, porque presentan coste fijos incompatibles con su capacidad de generación de ingresos" (BCB, 1999: 12).

De esta forma, el PROES surgió con el objetivo de suprimir esos problemas, a través de un amplio programa de saneamiento de instituciones para un posterior cambio propietario. El presidente del Banco Central de Brasil, en aquella época Gustavo Franco, fue muy explícito en este sentido: “El PROES, el programa de privatización, extinción y saneamiento de los bancos estatales, es una batalla con el objetivo de erradicar una enfermedad, una enfermedad llamada caridad con el dinero ajeno”.

Se el PROER y el PROES fueron importantes para el saneamiento del sistema financiero, habría también que crear condiciones para que los bancos extranjeros pudiesen ampliar su participación en el mercado brasileño. Desde los años 1930, la legislación era restrictiva a esta participación. A partir de finales de los años 1980, fueron creados instrumentos legales, que permitieron una mayor liberalización financiera. Sin embargo, solo en 1995, a través de las exposiciones de motivos n° 311 del Ministerio de Hacienda, es que se abrió el mercado bancario a la entrada de bancos extranjeros. La justificativa se basaba en los argumentos de la teoría convencional, que aboga por una mayor participación de extranjeros en el sector bancario de los países en desarrollo, como una forma de alcanzar mayor eficiencia, mayor estabilidad y una fuente alternativa de recursos. Así, a parte de la acción directa de estímulos a la concentración y centralización de capitales en este sector, a través del PROER y PROES, el Banco Central pasó a apostar por el incremento de la entrada de grupos extranjeros en el mercado nacional³⁰.

Por otra parte, en un ambiente de creciente inestabilidad financiera en los mercados financieros internacionales y local, el Banco Central también adoptó medidas, con el objetivo de reducir el riesgo sistémico potencial del sistema financiero nacional (SFN). En 1994, el Banco Central ratificó el Acuerdo de Basilea (Resolución n° 2.099, de 17.08.1994). En sus cuatro anexos fueron establecidos parámetros de funcionamiento para las instituciones financieras (autorización de funcionamiento, transferencia del control societario y reorganización) y límites prudenciales: capital y patrimonio neto mínimo, límites de diversificación de riesgo, límites de inmovilizado (90% del patrimonio neto) y endeudamiento (hasta 15 veces el patrimonio neto). En 1997, fue creado el Sistema Central de Riesgo de Crédito (Resolución n° 2.390 del Consejo Monetario Nacional), que obligó a las instituciones financieras a informar al Banco Central su cartera de clientes, cuyos saldos deudores fuese superior a 50 mil reales –equivalente a 46 mil dólares al cambio medio del año de 1997–. Al mismo tiempo, se fue aumentando el requisito mínimo de capital ponderado, por el riesgo del patrón básico del Acuerdo de Basilea (8%) hasta los actuales 11% (Resolución n° 2.784, de 27.11.1997). Con el objetivo de atender a las recomendaciones del Comité

de Supervisión Bancaria de Basilea (BIS, 1997), el Banco Central determinó la introducción de rígidos controles internos en las instituciones financieras (Resolución n° 2.554, de diciembre de 1998), y alteró los criterios de clasificación y provisión de los créditos concedidos (Resolución n° 2.682). Por otra parte, se intentó minimizar los riesgos asociados a las variaciones de precios claves, como los tipos de interés y de cambio, así como las operaciones con derivados. Se aumentó la publicidad de las informaciones económico-financieras de las instituciones, con la publicación trimestral de estadísticas. En 2002, empezó a operar el nuevo Sistema Brasileño de Pagos (SBP), que tiene el objetivo de optimizar la eficiencia del registro y liquidación de las operaciones financieras.

Por último, sólo le quedaba al gobierno brasileño enfrentarse a los desequilibrios de los bancos públicos del gobierno central (bancos federales). Entre 1995 y 2002, el gobierno tomó una serie de iniciativas para la reestructuración de los bancos oficiales federales (BCB, 2002, 2002b). En 1995, el Tesoro Nacional capitalizó el Banco de Brasil (BB) en 8 billones de reales (alrededor de 8,7 billones de dólares al tipo cambio medio de 1995). El BB se caracteriza por ser el principal agente financiador de la agricultura y del comercio exterior. Se saneó su cartera de crédito, a través del reconocimiento de los créditos de mala calidad concedidos en el pasado. Con relación a la Caixa Económica Federal –CEF– (Caja Nacional de Ahorro), institución líder en el crédito habitacional y en la financiación de la infraestructura, el objetivo era resolver el problema de las deudas del Fondo de Compensación de Variaciones Salariales (FCVS)³¹.

En 1999 y 2000, el Banco Central evaluó la situación de solvencia de los bancos federales. Se constató la existencia de comprometimiento patrimonial, derivado de la existencia de créditos de baja liquidez y/o de difícil recuperación. Al mismo tiempo, fueron mejoradas las reglas prudenciales del Banco Central, haciendo los criterios de crédito y aprovisionamiento más rígidos (Resolución 2.682), lo que puso de manifiesto las dificultades estructurales. Con el objetivo de sanear estas instituciones, adecuarlas a las exigencias de límite de capital y patrimonio, fue creado, en 2001, el Programa de Fortalecimiento de las Instituciones Financieras Federales, el PROEF (MP 2.155/01).

Las principales medidas de saneamiento fueron: (I) transferencia de riesgo de crédito al Tesoro Nacional o cesión de créditos a la Empresa Gestora de Activos (Emgesa), creada especialmente para administrar créditos; (II) cambio de activos de poca liquidez y de baja remuneración por activos netos, remunerados a un tipo de interés de mercado, y (III) aumento de capital de la Caixa Econômica Federal, en el Banco do Nordeste y en el Banco da

Amazônia. El impacto de estas medidas tuvo un coste fiscal neto de 62 billones de reales, equivalente a 5,2% del PIB³².

Todo lo anterior pone de manifiesto que los programas oficiales de saneamiento del sistema financiero –PROER, PROES, PROEF– tuvieron un papel central en la estrategia de fortalecimiento de este sector. Fueron adoptadas en un periodo de rápidas transformaciones de la economía brasileña y, fundamentalmente, de fuertes cambios en el ambiente económico internacional. La sucesión de crisis financieras, posteriores a la mexicana de 1994-95, generó una creciente aversión al riesgo por parte de los inversores de los países industrializados, disminuyendo la liquidez de los mercados financieros. La entrada neta de capital privado en los países en desarrollo alcanzó su punto máximo en el año de 1996, con un flujo de 233 billones de dólares. Después de las sucesivas crisis financieras en el mundo en desarrollo, este montante se redujo a 8,9 billones de dólares en el año 2000. Esta reducción se atribuye a la fuerte retracción de los créditos bancarios y en los flujos de inversiones en portfolio, mucho más volátiles que los de inversión directa (IMF, 2001b).

El coste total de los programas de saneamiento osciló entre los el 10% y el 14% del PIB³³, según el criterio de cálculo. Por otro lado, se crearon condiciones para la consolidación del sector bancario. Grandes bancos privados de capital extranjero y nacional iniciaron una, todavía inconclusa, temporada de compras y ventas de activos.

4. EVIDENCIAS EMPÍRICAS

La consolidación bancaria en Brasil implicó un incremento sustancial de la participación del capital extranjero en el sector (cuadro 1 y figura 3). La adquisición de instituciones privadas y públicas, con el objetivo de ampliar la base de clientes en el mercado brasileño, formó la estrategia, tanto de los bancos extranjeros, como el BSCH, el HSBC, AMB-Arom y el BBVA, como de los grandes grupos privados brasileños, como el Bradesco, el Itaú y el Unibanco (véase cuadro A1). La liberalización financiera; el proceso de saneamiento del sector, que generó activos para vender, y el potencial de rentabilidad incentivaron la entrada de instituciones extranjeras, cada vez más presionadas por la competencia en sus mercados.

Carvalho et. al. (2002) destacan el hecho de que, al inicio de los años 90, el potencial de rentabilidad del mercado brasileño era elevado. Desde la década anterior, los bancos brasileños consiguieron sobrevivir en un ambiente de fuerte inestabilidad macroeconómica, presentando beneficios elevados, bajo volumen de créditos, y un relativo desarrollo operacional. Los autores

Cuadro 1

Indicadores seleccionados del Sistema Bancario Brasileño, 1993-2001 (%)								
	Patrimonio		Activos		Depósitos		Oper. de Crédito	
	1993	2001	1993	2001	1993	2001	1993	2001
1. Bancos con Control Extranjero	7,3	30,7	8,4	29,9	4,8	20,1	6,6	31,5
2. Bancos Privados Nacionales	48,2	51,1	40,7	37,2	38,8	35,3	31,5	42,1
3. Bancos Públicos	44,0	16,1	50,9	32,0	56,3	43,2	61,8	24,8
Bancos Públicos (+ Caja Estatal)	15,0	3,5	13,4	4,3	17,3	7,2	19,9	3,1
Caja Económica Federal	4,0	3,9	14,5	11,0	27,9	19,1	22,8	7,1
Banco del Brasil	24,9	8,8	22,9	16,8	11,1	17,0	19,1	14,5
4. Cooperativas de Crédito	0,5	2,0	0,1	0,9	0,1	1,3	0,2	1,6
Área Bancaria	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco Central do Brasil (COSIF-DEORF/COPEC). Disponible en www.bcb.gov.br. Elaborado por los autores.

hacen referencia a un estudio del Banco Mundial, que indica que la rentabilidad del sector bancario en Brasil, del 12%, era cinco veces superior a la media de las 12 mayores economías latinoamericanas. La participación del sistema financiero en la renta de los brasileños creció un 100%, entre 1970 y 1980, del 6% al 12% del PIB. Estas elevadas ganancias derivaban, sobre todo, de la captación de los recursos de los ahorradores, de la ampliación de las operaciones de tesorería y, especialmente, de la adquisición de títulos públicos.

Aunque la estabilización monetaria del Plan Real haya reducido sustancialmente las ganancias inflacionistas del sector, el potencial de expansión de crédito y/o la manutención de un ambiente favorable a los beneficios estrictamente financieros, determinaban la estrategia del sector. La inestabilidad macroeconómica, a partir de las sucesivas crisis internacionales, frenó la significativa expansión del crédito, originada a partir del Plan Real (figuras A1 y A2). Sin embargo, la fragilidad fiscal del sector público y los elevados tipos de interés reales, mantuvieron la importancia de las ganancias de tesorería en los beneficios bancarios (Cunha, 2002). Así, la rentabilidad media de los mayores bancos brasileños continuó siendo mayor que la de muchos países³⁴. Es en ese contexto de alta rentabilidad, que los bancos extranjeros deciden entrar en el mercado bancario brasileño, destacándose los españoles (BSCH y BBVA), holandeses (AMOR-Bank) e ingleses (HSBC). La mayor competencia en los mercados de origen, la liberalización financiera y la mayor rentabilidad relativa en otros mercados externos, parecen conducir las estrategias individuales de internacionalización (Calderón & Casilda, 2000; Carvalho *et al.*, 2002; Cepal, 2002). Además, los bancos europeos ampliaron su presencia en otros mercados, en función del crecimiento de las inversiones de sus empresas no financieras (Jeanneau & Micu, 2002).

Cuadro A1

Adquisiciones de los Principales Bancos en el Sistema Financiero Nacional (1990-/2002)	
Institución Compradora	Institución Comprada
Bradesco (privado nacional)	<ul style="list-style-type: none"> • Banco de Crédito Nacional (20.01.98) • Banco de Crédito Real de Minas Gerais (20.01.98) • Banco Itabanco (20.01.98) • BCR – Banco de Crédito Real (16.07.98) • Financiadora BCN S.A. (20.01.98) • Potenza Leasing, Corretora e DTVM (20.01.98) • BCN Leasing, Companhia Hipotecária e Corretora (20.01.98) • Credireal Leasing e CCV (20.01.98) • Continental Banco S.A. (14.06.99) • Banco do Estado da Bahia S.A. (05.07.99) • Cia. Inter-Atlântico de Arrendamento Mercantil (14.06.00) • Banco Mercantil de São Paulo (26.03.02) • Banco Finasa (26.03.02) • Banco Cidade S.A. (03.06.02) • Deutsche Bank Investimentos DTVM (11.07.02) • BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A (2003) Carteira de Fundos de Investimento do JP Morgan (2003)
Itaú (privado nacional)	<ul style="list-style-type: none"> • Banco de Investimento Planibanc (09.04.96) • Banco Francês e Brasileiro (15.04.96) • BFB Banco de Investimento (15.04.96) • Banco Banerj (15.07.97) • Banco do Estado de Minas Gerais (17.09.98) • Itau Bankers Trust Banco de Investimento (30.07.99) • BTP S.A. CVM (30.07.99) • Banco do Estado do Paraná (27/10/00) • Banco do Estado de Goiás (28/12/01)
Unibanco (privado con participación extranjera)	<ul style="list-style-type: none"> • Banco Fininvest (16.09.97) • Banco Nacional (18.11.96) • Banco Dibens (13.08.98) • Banco Credibanco S.A. (25.04.00) • Banco Bandeirantes S.A. (08.01.01) • FMX S.A. SCFI (19.04.02)
ABN Amro (extranjero)	<ul style="list-style-type: none"> • Banco do Estado de Pernambuco (30.11.98) • ING Baring CVM (19.05.99) • Banco Real S.A. (19.11.99) • Banco do Estado da Paraíba (19.11.01)
BSCH (extranjero)	<ul style="list-style-type: none"> • Banco Geral do Comércio (22.08.97) • Banco Meridional (11.12.97) • Noroeste Leasing, CCTVM e DTVM (30.03.98) • Norchen Leasing (30.03.98) • Banespa (28.11.00)
HSBC (extranjero)	<ul style="list-style-type: none"> • Banco Bamerindus do Brasil (02.04.97)
BBVA (extranjero)	<ul style="list-style-type: none"> • Banco Econômico (30.04.96)

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central y de los bancos.

Es interesante indicar que los grandes bancos privados brasileños —especialmente el Brasesco y el Itaú, los mayores bancos privados de Brasil— son tanto o más activos en estrategias de crecimiento que los extranjeros (Cuadro A.1). Desde el punto de vista de la captación de recursos en el exterior (figura 3), los bancos privados brasileños y con participación extranjera, son los líderes del mercado. Con la desaceleración de la economía brasileña y el recrudecimiento de la inestabilidad financiera internacional en los últimos años, los bancos extranjeros disminuyeron su participación, relativa en la captación de recursos en el mercado internacional, especialmente en 2001. Sólo en el período entre 1999 y 2000, existen indicios de que los extranjeros actuaron de forma ante-cíclica.

El período 1996-1999 puede ser caracterizado como la época de compras de los extranjeros. Sin embargo, los últimos años indican un sentido inverso. La venta de las operaciones del BBVA para el Bradesco es el mayor indicio de este cambio³⁵. Esto también tienen el significado simbólico de la reacción de los grandes bancos brasileños, una vez que en el auge de la entrada de extranjeros el BBVA figuraba como un comprador potencial del Unibanco, el tercer mayor banco privado de Brasil. A partir de la mitad de 2001, alrededor de 41 billones de reales (14 billones de dólares al cambio medio del período) en activos, fueron vendidos por las instituciones internacionales a los bancos brasileños³⁶. Bancos como el Sudameris, controlado por el italiano Intesa y Fiat, fueron vendidos. Bancos extranjeros tradicionales, como el Deutsche Bank, Dresdner y el J.P. Morgan, están vendiendo sus participaciones para instituciones brasileñas. La Caixa Geral de Depósitos (entidad portuguesa) vendió el Bandeirantes para el Unibanco. El Banco Espírito Santo (BES), también portugués, vendió el Boa Vista para el Bradesco (cuadro A1). Todo lo anterior sugiere que: (I) el movimiento de consolidación bancaria en Brasil tiende a acompañar la tendencia internacional de búsqueda de economía de escala y alcance (Group of Ten, 2001); (II) que los bancos privados brasileños están actuando de forma pro-activa a la entrada de bancos extranjeros.

La figura 4 presenta los pasivos externos de largo plazo del sistema bancario, con relación al total de pasivos, lo que refleja la importancia relativa de los recursos externos más estables (de largo plazo) en el mercado brasileño. Entre 1985 y 1998, se observa un proceso continuado de crecimiento de esta participación, sin embargo, a partir de este período, se constata un aumento de la volatilidad y una tendencia a la baja (cuando se intensifican las crisis financieras internacionales). Considerando las informaciones agregadas de captación, presentadas en la figura 2, y el hecho de que la participación de los bancos extranjeros está disminuyendo en el mercado brasileño —en el punto máximo, en 1997, llegó a

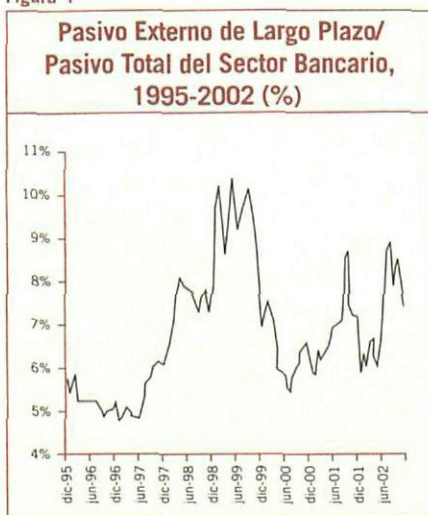
Figura 2



Figura 3



Figura 4



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Brasil, www.bcb.gov.br

147 billones de dólares, en 2002 disminuyó para 135 billones³⁷— se puede concluir que, en los años recientes, la mayor participación de los bancos extranjeros no garantizó un acceso más estable a las fuentes externas de recurso. Esta constatación, poco rigurosa, tiende a coincidir con algunos estudios escépticos, con la capacidad de los bancos extranjeros para estabilizar la oferta de crédito en los mercados emergentes (Jeanneau & Micu, 2002; Borio & Tsatsaronis, 1999; McCauley *et. al.*, 2002).

La literatura económica sugiere, como se destaca en el apartado 2, que la entrada de bancos extranjeros tiende a ampliar la presión competitiva en el

mercado nacional, con efectos positivos sobre la expansión del crédito, reducción de costes, aumento de las fuentes externas de recursos y creación de un ambiente más estable. Un análisis de la experiencia brasileña, hasta la fecha, nos permite corroborar estos argumentos. No hubo un aumento de la oferta de crédito — con relación a la renta— y tampoco una reducción significativa de los costes. En diciembre de 2000, la relación entre el volumen de las operaciones de crédito y el PIB era de 27,6%. En 2001 y 2002, esta

relación alcanzó, respectivamente, el 26,4% y el 24%. Este valor representaba el 35% del PIB, en 1978 (Carvalho *et. al.*, 2002). La diferencia entre los tipos de las operaciones pasivas y activas –el *spread*– ha sido de alrededor del 30% al año. Este hecho parece estar asociado también a cuestiones estructurales –como el exceso de protección legal de los deudores o el comportamiento defensivo de los bancos brasileños, que pasan a sus clientes todos los riesgos de inestabilidad macroeconómica (BCB, 2002c)–. Poca profundidad en los mercados de crédito y costes elevados aparecen como características estructurales de las economías en desarrollo (Cepal, 2002). Los países con mayor renta per capita, son los que presentan una mayor relación de crédito al sector privado/PIB y los menores costes, evidenciando una relación directa entre el nivel de renta y el desarrollo del mercado de crédito y, por otro lado, una relación inversa entre la eficiencia del sector bancario y el nivel de renta.

Aparte de la reducida oferta, sectores económicos importantes, como el de la vivienda y de la agropecuaria, pasaron por una reducción mayor en la participación del total de crédito ofertado. A principios de 1990, estos sectores participaban, respectivamente, con alrededor del 40% y 12% del crédito. En 2002, el sector de la habitación era de menos del 7% y el de la agropecuaria del 9% del crédito. En los últimos 15 años, la industria mantuvo su participación media del 30%, mientras que los créditos a las personas físicas creció del 4% a más del 20%³⁸. Con relación a la eficiencia, Puga (2001) no encontró diferencias significativas entre los bancos privados nacionales y extranjeros. Cunha (2002) tampoco encontró evidencias de eficiencia significativamente superior de los bancos extranjeros. Por otro lado, Carvalho *et. al.* (2002) sugiere que, a partir de 1997, el desempeño de los bancos extranjeros, en términos de eficiencia y rentabilidad, es superior al de los privados brasileños, aunque esto no se haya traducido en costes inferiores. Los bancos públicos, sin embargo, son los que tienen peor resultado. En todos los estudios, la relación entre crédito/patrimonio es menor en los extranjeros, poniendo de manifiesto una postura más conservadora.

Por último, es importante analizar el comportamiento agregado del sistema financiero, especialmente del sector bancario. Según se ha destacado en la introducción de este trabajo, la literatura económica asocia las crisis bancarias a la “quema de capitales” en el sistema y/o a la no convertibilidad de los pasivos bancarios. Demirgüç-kunt & Detraigiache (1997), por ejemplo, consideran que hay crisis bancaria cuando ocurren uno de los siguientes elementos: (I) créditos improductivos (impagos) superiores al 10%; (II) nacionalización de instituciones, en gran escala; (III) operaciones de ayuda con coste superior al 10%, y (IV) corridas bancarias que lleven a las Monetarias

a adoptar medidas de congelación de los depósitos, feriados bancarios, garantías generalizadas, etc. En el caso de Brasil, se observó apenas un aumento de los impagos y operaciones de auxilio a los bancos y saneamiento de los bancos públicos, con un coste muy elevado. Por su parte, Caprio & Klingebiel (2003) esperan encontrar una reducción del capital cuando ocurren crisis bancarias. Esto no se observó en Brasil. IMF (1998, 1998c), Aziz et. al (2000) y Mishkin (2000, 2001) rescatan la literatura que define la crisis como “corrida bancarias”, a partir de la pérdida de confianza en la convertibilidad de los pasivos, lo que disminuyen los depósitos, puesto que los ahorradores pierden confianza en las instituciones. Esto tampoco ocurrió en Brasil.

Entre 1995 y 2002 los activos bancarios crecieron un 40% en términos reales. El capital del sector creció entre un 60% y un 100% –valores deflacionados por el IGPM y IPCA, respectivamente–. En el mismo periodo, el PIB creció alrededor del 15%. Los pasivos netos (depósitos) crecieron un 100%, en términos nominales y, entre un 1% y un 30%, en términos reales (dependiendo del deflactor utilizado). Si hubiese ocurrido una “corrida bancaria”, como resultado de la pérdida de confianza de los ahorradores, habría que esperar una caída nominal y real de los depósitos, pero esto no se verificó en la economía brasileña. Por otra parte, hubo una expansión del crédito de un 150%, en términos nominales. En términos reales, el crecimiento fue del 13%, un nivel inferior al del PIB. Este hecho es consistente con la observación de que la mayor participación del capital extranjero en el sector bancario no puede ser asociada, hasta la fecha, a una profundización de la oferta de crédito en Brasil.

5. CONCLUSIONES

Este trabajo analizó las transformaciones del sistema financiero brasileño (SFB), en la última década, destacando el sector bancario. La liberalización financiera y el proceso de saneamiento de este sector, crearon las condiciones internas para la mayor participación de los extranjeros en el sector bancario. Este movimiento fue intensificado por las estrategias de los grandes grupos internacionales, que pasaron a diversificar sus participaciones en otros mercados. Hasta la fecha, la entrada de bancos extranjeros no alteró algunos obstáculos estructurales del SFB, como la baja profundidad del mercado de crédito y el elevado coste final de los recursos. Este resultado es contrario a la expectativa generada por parte de la literatura, aunque debe ser tomado con cautela, una vez que aquellos problemas están asociados a cuestiones macroeconómicas –shoks exógenos, vulnerabilidad fiscal y externas, etc.– e institucionales, que trascienden la dinámica del mercado *strictu sensu*.

Por otro lado, en los últimos años, se observa una retracción del *boom* inicial de los bancos extranjeros. Los grandes bancos privados brasileños fueron tan o más activos que los extranjeros en la estrategia de crecimiento. Algunos bancos extranjeros están saliendo del mercado brasileño. Esto apunta a que el proceso de consolidación del sector bancario todavía no ha finalizado.

También se expresó que la crisis bancaria de inicio del Plan Real fue, en alguna medida, contenida. Se evitó una crisis abierta y sistémica, como el caso de los países asiáticos. El sector bancario brasileño siguió creciendo: activos, depósitos y capital se expandieron, en términos reales. No hubo corrida bancaria con efecto “dominó” de “quiebra de instituciones con pérdida de confianza de los depositantes, seguido de corridas bancarias, nuevas quiebras y así sucesivamente”. Se resolvieron rápidamente los problemas localizados en el sector privado. La regulación prudencial fue perfeccionada. Los bancos públicos fueron saneados. La rentabilidad del sector se mantuvo elevada. Todo esto hizo la experiencia brasileña menos traumática que la de los tigres asiáticos, que la reciente crisis argentina u otras experiencias de crisis bancarias, sobre todo, porque no hubo quiebra generalizada de la confianza en el sistema financiero. ●

NOTAS

- 1 En este artículo se enfatiza, especialmente, el sector bancario, puesto que representa más del 90% de los activos del sistema financiero brasileño. (Banco Central de Brasil, BCB, 2002).
- 2 En Brasil, el Consejo Monetario Nacional (CMN) es el órgano máximo de regulación del sistema financiero. El Banco Central (BCB), la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), la Superintendencia de Seguros Privados (SUSEP) y la Secretaría de Previdencia Complementar forman el conjunto de órganos reguladores y fiscalizadores. Constantemente se hará referencia a las Resoluciones del CMN o del BCB, así como a las Medidas Provisorias – MP (instrumento que dispone el poder ejecutivo central para presentar medidas legales), Leyes y Decretos del poder ejecutivo, importantes en la regulación del sistema financiero.
- 3 Véase, entre otros, Sachs (1998), Demirgüç-kunt & Detragiache (1997), IMF (1998a), Aziz et al.(2000), Mishin (2000 y 2001), Caprio & Klingebiel (2003).
- 4 La Austin Asis estimó, para el periodo entre 1995-2002, una rentabilidad media de 5,6% para el sector no financiero de la economía brasileña, mientras que para el sector bancario esta alcanzaba un promedio de 17%. Véase: Folha de Sao Paulo, 16.03.2003, Página B1.
- 5 Alrededor de 15% al año entre 1995-2002. Estimación de los autores considerando OVER/SELIC mensual, deflacionada por el IGPM. Datos obtenidos del IPEADATA –www.ipeadata.gov.br.

- 6 Se trata de la integración funcional, en los términos de Canuto & Lima (1999).
- 7 Sobre todos estos puntos véase, especialmente, Calvo et al (1993), Fernandez-Arias (1996), World Bank (1997), IMF (1998c), Borio & Tsatsaronis (1999), McCauley et al (2002) y CEPAL (2002).
- 8 El FMI también tiene esta perspectiva al indicar que "...existen dos motivos para la expansión de las actividades bancarias tradicionales, que operan tanto desde el punto de vista interno como internacional. En primer lugar, la reducción o la regulación de las barreras regulatorias significan que los bancos pueden acceder a negocios que estaban fuera de sus límites, permitiendo una diversificación de sus fuentes de ingresos, a través de la asunción de actividades relacionadas en diferentes mercados. En segundo lugar, la desintermediación bancaria y la ampliación del desarrollo y profundización de los mercados de capitales, en nivel internacional, están permitiendo que las corporaciones levanten recursos directamente, a través de la emisión de títulos y acciones. Como resultado, la fuente tradicional del beneficio bancario –préstamos a pequeñas y medianas empresas, financiados por depósitos a bajo coste– han sufrido una fuerte competencia de los mercados de *securities* y de administradores de activos institucionales." (IMF, 1998c: 180).
- 9 En 1995, los activos de los inversores institucionales de los países del G7 alcanzaron la cifra de 20 trillones de dólares, lo que equivale a 100% del PIB de estos países o alrededor del 2/3 del PIB mundial. En la década de los 90, estos activos crecieron en una media del 13% al año. El *turnover* diario en el mercado cambiario pasó del 188 billones de dólares, en 1986, a 1,2 trillones de dólares, en 1995 y a 1,5 trillones de dólares, en 1998 (IMF, 1999b). En 1997, se estimaba en 12 trillones de dólares el valor de las operaciones en los mercados futuros y de opciones cambiarias, lo que representó 2,5 veces el valor de 1992 y 17 veces el valor de 1987. En 1996, el valor principal de los mercados OTC (tipos de interés, swaps cambiarias, opciones de interés, etc.) era de 24 trillones de dólares, 30 veces superior al estimado en 1987. En una investigación más reciente se estimó en 72 trillones de dólares el valor de los mercados OTC (IMF, 1999b). Estimaciones del BIS (www.bis.org) aumentaban a 94 trillones el valor de estos mercados, valor equivalente a 3 veces el PIB mundial.
- 10 Esta óptica es destacada, entre otros, por Aglietta (1995), Akyüz & Cornford (1999), Kregel (1998a, 1998b y 1998c) y CEPAL (2002).
- 11 El estudio de FMI utilizó una muestra de 22 países industrializados y de 31 países en desarrollo, aunque la EUA y Alemania sólo fueron considerados en los casos de crisis bancarias. Las crisis cambiarias fueron identificadas a partir de un índice de presiones en los mercados cambiarios, calculando los cambios en los tipos de cambio y las pérdidas de reservas y/o el aumento de los tipos de interés, para amortizar los ataques especulativos; las crisis bancarias fueron definidas como eventos *ex-post* como el cierre, estatización y/o fusiones forzadas de instituciones, corridas bancarias o elevados paquetes de auxilio de liquidez por el gobierno.
- 12 Existe una amplia literatura que busca identificar la naturaleza de las crisis financieras, así como indicadores para anticiparlas, como Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998), Demirgüç-kunt & Detragiache (1998) y Aziz et. El (200).
- 13 Caprio & Klingebiel (2003) ofrecen un análisis más amplio y sistemática de las crisis bancarias sistémicas y localizadas.
- 14 Banco Nacional de la Vivienda.
- 15 Caja Nacional de Ahorros.
- 16 Resolución BACEN n° 1.524 de 21/09/1988. Según el Banco Central (2001) "en diciembre de 1988 funcionaban 104 bancos comerciales y 5 cajas de ahorro. Del total de bancos,

- 49 eran privados, 26 tenían control extranjero (incluidos 19 filiales directas de bancos extranjeros) y 29 bancos eran público. Considerando los activos de este grupo de bancos, se observa que el 56,85% pertenecían a bancos con control privado nacional, 9,62% a bancos con control extranjero y 33,53% a bancos bajo el control del gobierno. (...) En diciembre de 2000 funcionaban 191 bancos y una caja de ahorro, de los cuales 16 eran públicos, 104 eran privados nacionales y 71 de control extranjero, incluidas 13 filiales directas de bancos extranjeros. Los activos totales de los 191 bancos estaban distribuidos entre los de control gubernamental (23,33%), de control privado nacional (42,56%) y de control extranjero (33,11%). De los 191 bancos que existían en diciembre de 2000, 64 funcionaban en diciembre de 1988, es decir, contaban con por lo menos 12 años de funcionamiento. Estos eran los bancos que habían sobrevivido a las transformaciones ocurridas a lo largo del periodo 1989-2000.”
- 17 Véase, por ejemplo, Banco Central do Brasil (1999), Franco (1999), Puga (1999) y OCDE (2001).
- 18 El Banco Central (2002b) estimó que en 1993 estos ingresos equivalían a un 4,2% del PIB o a un 35% del total de los ingresos del sistema bancario.
- 19 “En este sentido, es importante destacar que, durante el periodo de alta inflación, los bancos buscaban maximizar los beneficios de *floating*, estableciendo una amplia red de agencias bancarias, lo que permitía un captación rápida de recursos de los clientes, con los pagos de cuenta realizados en dichas agencia. Con la reducción de los ingresos de *floating*, hubo una caída de la eficiencia. Sólo, a partir del segundo semestre de 1997, es que dicho nivel mejoró, a causa (principalmente) de los ajustes en los bancos públicos federales, de la entrada de bancos extranjeros y de la propia reacción de los bancos privados nacionales al aumento de la presencia de instituciones extranjeras en el sistema financiero y de los efectos del PROES.” (Puga, 1999: 30).
- 20 Cálculos de los autores, en base a dos indicadores: 1. Ingreso medio del trabajo principal, de los trabajadores formales en las regiones metropolitanas, de la Encuesta Mensual de Empleo del IBGE, deflacionado por el IGPM y por el IPCA; y 2. El índice de salario real de la región metropolitana de Sao Paulo, calculado por el DIEESE. Datos obtenidos de www.ipeadata.gov.br.
- 21 Cálculos de los autores en base a los datos del Banco Central. www.bcb.gov.br
- 22 En el momento de la intervención, estas dos instituciones se destacaban entre los mayores bancos brasileños: el Económico era el 8° en términos de patrimonio neto y el 10° en depósitos; el Nacional era el 6° en patrimonio y el 5° en depósitos (BCB, 2002b: 31).
- 23 Resolución 2.211, de la CMN, de 16/11.1995. Puga (1999: 7) describe el funcionamiento del FGC “...establece una garantía de hasta R\$ 20 mil reales para el titular de los depósitos e inversiones financieras, en los casos de intervención, liquidación extrajudicial, quiebra o reconocimiento por parte del Banco Central de insolvencia de la institución financiera después del Plan Real (junio de 1994). La garantía incide sobre los depósitos al contado, a plazo y de ahorro, sobre las letras de cambio, inmobiliarias e hipotecarias. Los recursos provienen del propio sistema financiero, de una contribución mensual del 0,025% de los saldos de las cuentas aseguradas. El FGC es administrado por un consejo de administración de tres a nueve miembros efectivos e igual número de suplentes...”.
- 24 Los mecanismos legales fueron la MP n° 1.182 de 17.11.95, actual Ley n° 9.447 de 14.03.97. Merece destacar, también que flexibilizó los criterios de privatización de las instituciones públicas.
- 25 MP n° 1.179 de 03.11.95, actual Ley n° 9.710 de 19.11.1998, estableció que: “(1) la institución compradora podría contabilizar como pérdidas el valor de los créditos de difícil recuperación en la institución incorporada, y

- (2) la institución compradora podría contabilizar en los ejercicios fiscales posteriores la diferencia entre el valor patrimonial de la participación adquirida y el valor de la adquisición" (BCB, 2002b: 31).
- 26 MP n° 1.179 de 03.11.95, actual Ley n° 9.710 de 19.11.1998 y Resolución CMN n° 2.208.
- 27 Creada por la MP 1.514, de 07.07.1996, y puesta en práctica por el Banco Central por medio de la Resolución n° 2.365, de 28.02.97.
- 28 El Banco Central (2002b: 36-37) describe el funcionamiento y justifica el PROES de la siguiente forma: "A los estados que optaron por ingresar en el PROES se ofreció una línea de crédito, equivalente a las necesidades derivadas de los *desequilibrio patrimonial del banco controlado*. Esa línea correspondía al 100% de las necesidades, en el caso de que el estado decidiese por la posterior privatización del banco, por la extinción o liquidación extrajudicial, por la transformación en institución no financiera o agencia de fomento o por la transferencia del control al gobierno central. La línea de financiación podría llegar al 50% de las necesidades, en el caso de que el estado optase por el saneamiento y posterior *mantención del control del banco como una cartera comercial*. Los recursos captados por el estado, a través del Programa, pueden ser pagados en 30 años, con un tipo de interés real del 6% al año, con límite de cuota mensual, determinado por el desempeño de los ingresos fiscales de los estados, siendo que el principal captado puede ser parcialmente amortizado con el valor de la venta del banco, en el caso de privatización o adquisición por el gobierno central. El Programa posibilitó la solución de la deuda fiscal de los estados, con recuperación de parte del endeudamiento preexistente, a través de la privatización de los bancos. Al mismo tiempo, la implantación del PROES redujo la participación de estos bancos en el sistema bancario, contribuyó a la eliminación de los problemas estructurales de las finanzas públicas y a la reducción del riesgo sistémico del sistema financiero nacional, así como evitó el impacto económico y social derivado de la liquidación de estas instituciones."
- 29 Cunha (2002) llegó a una estimativa semejante. Tomó como referencia los desembolsos de casi 53 billones de reales (posición en mayo de 1999) y el PIB de 1998 a precios de mercado, estimado por el Banco Central de Brasil en 901,4 billones de reales, indicando un cociente que equivale al 5,7%. Este valor también coincide con una estimación del Banco Simonsen (Puga, 1998: 15), calculó en 48 billones de reales o 6% del PIB el montante de títulos públicos federales emitidos para sanear los bancos estatales en el mismo periodo.
- 30 "Se debe registrar que la entrada de capital externo, sea a través de la constitución de nuevas instituciones o del incremento de capital de las existentes, ha contribuido a rellenar un importante hueco en la economía brasileña, en la medida que se presenta como un complemento a la disponibilidad interna necesaria al desarrollo del país. Además, la presencia de capitales externos en el sistema financiero nacional se justifica por la colaboración que representa al proceso de apertura de la economía brasileña la mayor integración del país en la economía mundial, con la consecuente reducción del llamado "riesgo Brasil" y la mayor globalización del sector financiero (...). La entrada de capitales externos en la economía nacional, especialmente en el sector bancario, no solo fortalece financieramente el país, a través de la captación de ahorro externo y aumento de las reservas internacionales, sino que, sobre todo, en beneficios económicos derivados de la introducción de nuevas tecnologías en la gestión de recursos e innovación de productos y servicios, posibilitando una mayor eficiencia en la economía brasileña. A causa de la eficiencia operacional y la capacidad financiera de los bancos extranjeros, su entrada aumenta la competencia en el sistema con efectos positivos en el precio de los servi-

- cios y en el coste de los recursos ofrecidos a la sociedad.” (Banco Central, 1999: 14).
- 31 El Fondo de Compensación de Variaciones Salariales – FCVS fue creado por intermedio de la Resolución nº 25, 16.6.67, del Consejo de Administración del extinto Banco Nacional de la Habitación – BNH. Sus objetivos son: (1) garantizar la liquidación junto a los agentes financieros de los saldos deudores reminisciente del contrato de financiación habitacional; (2) garantizar el equilibrio del Seguro Habitacional do SFH, permanentemente y en nivel nacional; y (3) liquidar las obligaciones reminisciente del extinto Seguro de Crédito del SFH.
- 32 Estimación de los autores en base a datos del Banco Central.
- 33 Estimaciones alternativas pueden ser encontradas en Caprio & Klingebiel (2002) y Cepal (2002).
- 34 Un estudio de ABM Consulting revela que la rentabilidad media de los 6 mayores bancos de Brasil fue del 21% entre 2000 y 2002. En Inglaterra fue del 17%, en México y España fue del 15%, en los USA fue del 11%, en Canadá del 9%, en Italia del 8%. Véase Folha de São Paulo, 23.02.2003, B1.
- 35 La venta del BBVA implicó un pago de 585 millones de dólares y transferencia de una parcela del 4,5% del capital del Bradesco hacia el BBVA. El BBVA contaba con 438 agencias y administraba 16,8 billones de reales en activos que pertenecían a 1,3 millones de clientes. Con esta operación, el Bradesco se consolidó como el mayor banco privado de Brasil, con 3.366 agencias, 14,3 millones de clientes y 157 billones de reales de activos. Véase www.bradesco.com.br
- 36 Estimaciones de ABM Consulting. Véase Exame – “Batendo em retirada”, 24.01.2003.
- 37 Véase www.bis.org
- 38 Cálculos de los autores en base a los datos del Banco Central de Brasil: www.bcb.gov.br

BIBLIOGRAFÍA

- AKYÜZ, Yılmaz, CORNFORD, Andrew (1999). **Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System**. UNCTAD Discussion Paper, n. 143. Ginebra: United Nations Conference on Trade and Development-United Nations.
- AZIZ, Jahangir, CARAMAZZA, Francesco, SALGADO, Ranil (2000). **Currency Crises: In Search of Common Elements**. IMF Working Paper, WP/00/67. Washington, DC: International Monetary Fund.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (1999). **O Sistema Financeiro Nacional e o Plano Real**. Brasília: BACEN/DEDIP.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001). **Sistema Financeiro Nacional, 1989-2000**. Brasília: BACEN.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2002). **Relatório de Estabilidade Financeira**. Brasília: BACEN.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2002b). **Relatório de Atividades, 1995-2002. Diretoria de Fiscalização**. Brasília: BACEN.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2002c). **Economia Bancária e Crédito: avaliação de 3 anos do projeto juros e spread bancário**. Brasília: BACEN.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (s/d). **Boletim das Finanças Estaduais e Municipais**, maio. Brasília: BACEN/DEDIP. (diversos números).
- BARROS, José R. Mendonça de, ALMEIDA JR., Mansueto F. **Análise do Ajuste do Sistema Financeiro no Brasil. Política Comparada**, v.1, n.2, p.89-132.
- BIS (1997). **Core Principles for Effective Banking Supervision**. Basle: Bank for International Settlements.
- BIS (1998). **68th Annual Report**. Basle: Bank for International Settlements.
- BIS (1999). **69th Annual Report**. Basle:

- Bank for International Settlements.
- BNDES (1999). **Relatório Anual, 1998**. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
- BODIE, Zvi, MERTON, Robert C. (1999). **Finanças**. Porto Alegre: Bookman.
- BORIO, Claudio, TSATSARONIS, Kostas (1999). Restructuring in the Global Banking Industry. **BIS Quarterly Review**, agosto. Basel: Bank for International Settlements.
- BRAGA, José Carlos de Souza (2001). **A Temporalidade da Riqueza: Teoria da Dinâmica e Financeirização do Capitalismo**. Campinas: Instituto de Economia.
- CALDERÓN, Alvaro, CASILDA, Ramón (2000). La Estrategia de los Bancos Españoles en América Latina. **Revista de la Cepal**, n.70, p. 71-89.
- CALVO, Guillermo A., LIEDERMAN, Leonardo, REINHART, Carmem M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Appreciation in Latin America – the role of external factor. **IMF Staff Papers**, v.40, n.1, p. 108-51.
- CANUTO, Otaviano, LIMA, Gilberto (1999 a). **Bancos Centrais e Integração Financeira no Mercosul: O Marco Geral**. Relatório de Pesquisa CEPAL-IPEA, fevereiro (mimeo).
- CAPRIO, Gerard, KLINGEBIEL, Daniela (2003). **Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises**. Washington, DC: World Bank. (mimeo).
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. (2000). New Competitive Strategies of Foreign Banks in Large Emerging Economies: the case of Brazil. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, v. LII, n.213, p.135-169.
- CARVALHO, Carlos Eduardo, STUDART, Rogério, ALVES JR., Antônio José (2002). **Desnacionalização do Setor Bancário e Financiamento das Empresas: a experiência brasileira recente**.
- CEPAL (2002). **Growth with Stability: financing for development in the new international context**. Santiago, Chile: Comisión Económica para América Latina y Caribe.
- CUNHA, André (2002). O BRDE e o Sistema Bancário Brasileiro: uma análise comparada. **Indicadores Econômicos**, v.30, n.2, p.191-220. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística (FEE).
- DAGES, B. G., GOLDBERG, L., KINNEY, D. (2000). Foreign Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons From Mexico and Argentina. **Economic Policy Review**, v.6, n.3, pp. 17-36. New York: FED. Disponível em: http://www.ny.frb.org/rmaghome/econ_po/1/800dage.html
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, DETRAGIACHE, Enrica (1997). **The Determinants of Banking Crises-Evidence from Developing and Developed Countries**. Working Paper No. 97/106. Washington, DC: International Monetary Fund.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, DETRAGIACHE, Enrica (1998). **Financial Liberalization and Financial Fragility**. IMF Working Paper, 98/83, June. Washington, DC: International Monetary Fund.
- FERNANDEZ-ARIAS, Eduardo (1996). The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull? **Journal of Development Economics**, v. 49, p.389-418.
- FRANCO, Gustavo (1999). **Seis Anos de Trabalho: um Balanço**, janeiro. Brasília: Banco Central do Brasil (mimeo).
- FREITAS, Maria C. P. (1997). A Natureza Particular da Concorrência Bancária e Seus Efeitos Sobre a Estabilidade Financeira. **Economia e Sociedade** nº 8. Campinas Instituto de Economia da Unicamp.
- FREITAS, Maria C. P. (1999). **Transformações Institucionais do Sistema Financeiro Brasileiro após o Plano Real e o Desafio do Financiamento de Longo Prazo**. São Paulo: Fundação do Desenvolvimento Administrativo (FUNDAP).
- GROUP OF TEN (2001). **Report on Consolidation in the Financial Sector**.
- HAWKINS, Jonh, MIHALJEK (2001). **The Banking Industry in the Emerging Market Economies: competition, consolidation and systemic stability – an overview**. BIS Papers, n.4. Basle: Bank for International Settlements.
- IMF (1998). **World Economic Outlook**. Washington: International Monetary Fund, May.
- IMF(1998b). **World Economic Outlook**.

- Washington: International Monetary Fund, october.
- IMF (1998c). **International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Economic Issues**. Washington: International Monetary Fund, september.
- IMF (1998d). **World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assesment**, december. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (1999). **World Economic Outlook**. Washington: International Monetary Fund, may.
- JEANNEAU, Serge, MICU, Marian (2002). International Bank Lending to Emerging Market Countries: explaining the 1990's roller coaster. **BIS Quarterly Review**, March. Basel: Bank for International Settlements.
- KAMINSKY, G. & REINHART (1995). **The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems**. IMF Discussion Papers, n. 544, march. Washington DC: International Monetary Fund.
- KAMINSKY, G., LIZONDO, S., REINHART, C. (1998). **Leading Indicators of Currency Crisis**. Washington DC: IMF (mimeo).
- KREGEL, J. A (1998a). **Yes, "It" Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia**. Presented at the Eighth Annual Hyman P. Minsky Conference on Financial Structurem april 23-24. Working Paper n. 234, The Jeromy Levy Economic Institute (<http://www.levy.org>).
- KREGEL, J. A. (1998b). **East Asia is not Mexico: the Difference Between Balance of Payments Crises and Debt Deflations**. Geneva: UNCTAD, mimeo.
- KREGEL, J. A. (1998c). **Derivatives and Global Capital Flows: Applications to Asia**. Working Paper n. 246, The Jeromy Levy Economic Institute (<http://www.levy.org>).
- McCAULEY, Robert N., RUUD, Judith S., WOOLDRIDGE (2002). Globalising International Banking. **BIS Quarterly Review**, March. Basel: Bank for International Settlements.
- MINSKY, Hyman P. (1991). The Financial Instability Hypothesis: a Clarification. In FELDSTEIN, Martin (1991). **The Risk of Economic Crisis**. Chicago: The University of Chicago Press.
- MISHKIN, Frederic S. (1992). Anatomy of a Financial Crisis. **Journal of Evolutionary Economics**, n.2, p.115-130.
- MISHKIN, Frederic S. (2000). **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**, 5 ed.. Rio de Janeiro: LTC –Livros Técnicos e Científicos.
- MISHKIN, Frederic S. (2001). **Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**. NBER Working Paper, 8087. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- OECD (2001). **OECD Economic Survey: Brazil 2000-2001**. Geneva: Organisation for Economic Cooperation and Development.
- PUGA, Fernando Pimentel (1999). **Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial**. Texto Para Discussão, n. 68, março. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
- ROSS, Stephen (1998). **Corporate Finance**, 5th ed. Boston: Irwin.
- Secretaria do Tesouro Nacional (2002). **Relatório de Atividades 2001**. Brasília: Ministério da Fazenda.
- SACHS, J. D. (1998). **Creditor Panics: Causes and Remedies**. Research Notes in Economics and Statistics for Deutsche Bank Research (mimeo).
- STONE, Mark R. (1998). Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons From International Experience. **IMF Papers On Policy Analysis and Assessment**, 98/13, october. Washington: International Monetary Fund.
- WORLD BANK (1997). **Private Capital Flows to Developing Countries: the road to financial integration**. Oxford University Press.