

S
UFRJ/IE
TD 442

NS 375825

UNIVERSIDADE FEDERAL
DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

*A experiência argentina de liberalização
financeira nos anos 90*

nº 442

Jennifer Hermann

Março de 2000

Textos para Discussão

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

*A experiência argentina de liberalização
financeira nos anos 90**

nº 442

✓ Jennifer Hermann**



43 - 016801

Março de 2000

* Este artigo é parte de pesquisa sobre os sistemas financeiros do Mercosul, realizada no IE/UFRJ, sob o patrocínio da Cepal. A autora agradece a Natália Sourbeck, pelo auxílio na elaboração das tabelas e ao Prof. Rogério Studart (coordenador da pesquisa), pelos comentários à primeira versão deste texto, isentando-o, naturalmente, de responsabilidade por eventuais erros e omissões aqui cometidos.

** Professora do Instituto de Economia - IE/UFRJ.

Obs.: Este artigo foi entregue para publicação em novembro de 1999

Diretor Geral: Prof. João Carlos Ferraz
Diretor Adj. de Graduação: Prof. Maria Lúcia T. Werneck Vianna
Diretor Adj. de Pós-graduação: Prof. Francisco Eduardo P. de Souza
Diretor Adj. de Pesquisa: Prof. João Lizardo R. Hermes de Araújo
Diretor Adj. Administrativo: Prof. João Carlos Ferraz
Coordenador de Publicações: Prof. Carlos Frederico L. Rocha
Coordenação Administrativa: Elizabeth Queiroz
Projeto gráfico: Ana Lucia Ribeiro
Editoração e Revisão: Flávio Sabbagh Armony
Impressão: IE - UFRJ

UFRJ/CCJE/BIBLIOTECA EUGÊNIO GUDIN

DATA. 10/1/2000

REGISTRO N.º. 504225-4

S
UFRJ/IE
TD 442

Ficha catalográfica

HERMANN, Jennifer

A experiência argentina de liberalização financeira nos anos 90 / Jennifer Hermann. – Rio de Janeiro: UFRJ – Instituto de Economia, 2000.

45 p.; 21 cm. – (Texto para Discussão. IE/UFRJ; nº 442)
 Bibliografia: p. 42-45.

1. Argentina – Política Financeira. 2. Sistema financeiro.
 3. Liberalização Financeira. I. Título. II. Série.

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

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

SUMÁRIO

Resumo	5
Abstract	5
1. Introdução	7
2. A política de liberalização financeira nos anos 90	10
3. Da liberalização financeira à crise bancária de 1995	14
4. Regulamentação e reestruturação do SFA após a crise de 1995	20
5. Resultados da política financeira pós-1995 e estrutura atual do SFA	23
6. Considerações finais: vantagens e riscos da estrutura atual do SFA	30
Notas	40
Referências Bibliográficas	42

RESUMO

O artigo examina a liberalização do sistema financeiro argentino (SFA) nos anos 90. Tendo passado por duas experiências desta natureza – entre 1977-82 e a atual, iniciada em 1989 – a Argentina é um caso ilustrativo das vantagens e riscos deste processo. A política financeira recente moldou no país um sistema de bancos universais, com elevado grau de dolarização e hegemonia estrangeira. A desnacionalização do sistema, ao incorporar critérios e experiência internacionais de supervisão bancária mais eficientes e melhorar o acesso do país a recursos externos, tem sido a principal “âncora” da estabilidade financeira argentina dos últimos anos, explicando a maior resistência do país ao contágio das crises asiática, russa e brasileira recentes. Contudo, o peso dos investimentos estrangeiros e da dolarização indicam elevado grau de endividamento e dependência externa do SFA e, portanto, de risco cambial, agravado pelo engessamento legal do câmbio no regime de *currency board*.

ABSTRACT

The article discusses the Argentine financial liberalization in the '90's. After two experiences of this nature – between 1977-82 and the current one, started in 1989 – Argentine is an illustrative case of the advantages and risks of this process. Argentine's recent financial policy have molded an universal banking system, with high level of dollarization and foreign hegemony. By incorporating international criteria and experience of banking supervision, and improving the country access to

external resources the system denationalization has been the main "anchor" of Argentine financial stability during last years. It is also the reason for the country's resistance to contagion of recent Asian, Russian and Brazilian crises. Nevertheless, the weight of foreign investments and dollarization implies high level of external indebtedness and dependence of the financial system and, hence, of exchange risk, which is strengthened by the legal exchange rigidity of the currency board regimen.

Palavras-chave: Argentina; Sistema Financeiro; Política Financeira; Liberalização Financeira.

1. INTRODUÇÃO

O artigo examina a experiência argentina de liberalização financeira nos anos 90, buscando identificar os principais efeitos deste processo sobre a estrutura, modo de operação e condições de estabilidade do sistema financeiro local. A exemplo de outras economias em desenvolvimento, latino-americanas e asiáticas, a partir de fins dos anos 80, a Argentina passou por um processo acelerado de reforma e reestruturação financeira, nos moldes do que, no início da mesma década, começou a ser implementado (em ritmo mais lento) nos países industrializados¹.

As reformas financeiras recentes (e ainda em curso) nas economias desenvolvidas e em desenvolvimento têm-se pautado por três tendências intimamente relacionadas:

a) a *desregulamentação*, caracterizada pela gradual eliminação de barreiras legais à atuação das instituições financeiras (até então) especializadas, principalmente os bancos comerciais, para operarem em diversos segmentos do mercado financeiro doméstico e internacional;

b) a *desintermediação financeira*, associada à *securitização*, processo pelo qual o crédito bancário tradicional vem sendo parcialmente substituído por sofisticadas operações de financiamento direto, passando os bancos a atuarem também como *corretores e market makers*, organizando e intermediando as colocações de *securities* no mercado de capitais;

c) a ampliação do grau de *abertura financeira* em dois sentidos: para a captação de investimentos externos pelas instituições sediadas nesses países, através da liberalização gradual da conta de capital nas rubricas de empréstimos e portfólio; e para a entrada de instituições

estrangeiras nesses mercados, através de investimentos diretos no setor financeiro (CARVALHO, 1997; CINTRA & FREITAS, 1998).

Embora não haja consenso teórico a respeito dos efeitos da liberalização sobre a eficiência micro e macroeconômica do SF², do ponto de vista empírico, os resultados da experiência das *economias avançadas* parecem favoráveis, até o momento, tanto no plano micro, quanto no macroeconômico:

a) as instituições bancárias de maior porte foram fortalecidas pelo aproveitamento de economias de escala, que se tornou possível com a desregulamentação, a abertura e o movimento de concentração (através de fusões e aquisições) desencadeado mais recentemente;

b) mercado de capitais se expandiu em seus segmentos primário e secundário – reflexo da tendência à securitização –, aumentando sua importância como fonte de financiamento de longo prazo para as empresas (especialmente nos países da Europa, cujos SF eram predominantemente bancários antes das reformas);

c) essas economias têm vivido em um quadro de relativa estabilidade macroeconômica, caracterizado pelo crescimento moderado, porém contínuo, do PIB, por baixos índices de inflação e pela ausência de episódios importantes de crise financeira *sistêmica*³.

A experiência de liberalização financeira de economias em desenvolvimento, contudo, não tem sido tão bem sucedida. Embora se tenham observado taxas de crescimento do PIB até bastante elevadas nos primeiros anos, as reformas liberalizantes nessas economias têm sido marcadas pela ocorrência de crises bancárias e/ou cambiais – no México em 1994, na Argentina em 1995, no sudeste asiático em 1997 e no Brasil em 1998-99, para

citar apenas alguns casos mais conhecidos. No plano microeconômico, da mesma forma, embora, após as crises, o sistema bancário tenha sido fortalecido nesses países – basicamente, pela adoção de mecanismos de controle prudencial –, o custo econômico deste ajuste foi altíssimo. Além disso, ao contrário do que se observou nos países desenvolvidos, nos “mercados emergentes” – termo por que passam a ser designadas as economias em desenvolvimento liberalizadas – o segmento *primário* do mercado de capitais não foi significativamente expandido e, nessas condições, não se firmou como uma alternativa importante de financiamento a longo prazo. No máximo, em alguns países, os negócios especulativos no mercado secundário foram estimulados.

A Argentina não foge a essa regra. Ao contrário, tendo passado já por duas experiências de liberalização financeira acelerada – a primeira no período entre 1977 e 1982 e a segunda (ainda em curso) iniciada em 1989 –, o país representa um caso bastante ilustrativo dos riscos deste processo. Este artigo examina o caso argentino, iniciando, na seção 2, com uma descrição da política de liberalização financeira de 1989-94, que culminou na crise bancária de 1995. A relação entre essa política financeira e a crise de 1995 é estabelecida na seção 3. A seção 4 apresenta as linhas gerais da regulamentação e reestruturação do sistema financeiro argentino (SFA) após a crise de 1995 e, na seção 5, avaliam-se seus principais resultados. A seção 6 conclui o artigo, com alguns comentários sobre as vantagens e riscos da estrutura atual do SFA, herdada da política financeira recente.

2. A POLÍTICA DE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA NOS ANOS 90

2.1. Antecedentes: a experiência de 1977-82

As bases do SFA foram estabelecidas por uma reforma financeira implementada em 1977, quando foi criada a Lei de Entidades Financeiras (Lei 21.526, de 14/01/77: BCRA, 1998e). Embora tenha sofrido algumas modificações (em geral, acréscimos) desde então, esta lei é, até hoje, o principal marco regulatório do SFA.

Como observa Rivas (1997), ao contrário da maioria das experiências latino-americanas neste sentido, o tipo de sistema financeiro implantado na Argentina em 1977 não tentou seguir o modelo norte-americano da época - segmentado, especializado e fortemente regulamentado. O sistema então criado seguiu o modelo de "desrepressão financeira" proposto por Shaw (1973) e Mckinnon (1973), no qual se identificava a liberdade de atuação das instituições financeiras como o meio mais eficaz de maximização da eficiência micro (em termos de custos, basicamente) e macroeconômica (disponibilidade e alocação de recursos) do setor⁴.

Nessa linha, a Lei de Entidades Financeiras estabeleceu que "os bancos podem desenvolver todas as atividades financeiras possíveis, sempre que não lhes sejam expressamente proibidas" (RIVAS, op. cit.: 5, tradução nossa, itálico do original)⁵. A partir de dezembro de 1978, essa reforma foi complementada com a ampliação do grau de abertura do SFA, através de uma série de medidas que tornaram, gradativamente, menos restrita a entrada de capitais externos no país⁶. Assim, a reforma de 1977-78

classifica-se como a primeira experiência de liberalização financeira do país.

Os primeiros efeitos das novas regras foram a forte expansão do crédito doméstico e da captação externa do país (FANELLI & MACHINEA, 1997: 142-146). Contudo, a rápida expansão do crédito em um contexto institucional novo (menos regulamentado) para os bancos e para as próprias autoridades monetárias, dificultou a avaliação e controle do risco dos empréstimos por ambas as partes, resultando em rápido aumento dos índices de inadimplência sobre a dívida bancária. À medida em que esses indicadores eram divulgados, crescia a desconfiança do público quanto à solidez dos bancos, levando à perda sistemática de depósitos^{8-a}. Aliado à contração do fluxo de recursos externos, decorrente do segundo choque do petróleo (1979) e do aumento dos juros americanos (início da década de 80), este movimento levou o sistema bancário argentino a uma grave crise de liquidez entre 1980-82.

Diante da absoluta escassez de divisas, o governo argentino foi forçado a reverter a política de abertura financeira, impondo restrições a diversos tipos de operações e centralizando o câmbio, em abril de 1982. A crise da dívida externa latino-americana, inaugurada pela moratória do México em setembro do mesmo ano, completou o quadro externo desfavorável, resultando em uma década de escassez de capital para toda a região.

A atividade financeira na Argentina foi ainda prejudicada, durante todo o resto da década de 80, pelo quadro de desequilíbrio macroeconômico que se seguiu à crise da dívida, caracterizado por profundo desajuste fiscal, aceleração da inflação e deterioração das expectativas inflacionárias, em decorrência de diversas tentativas frustradas de estabilização. Ao contrário do Brasil que, sob circunstâncias econômicas semelhantes, no mesmo

período, desenvolveu sofisticado e eficiente sistema de indexação de ativos, contendo a tendência à fuga da moeda, a Argentina passou por violenta "desmonetização" e dolarização informal. Este processo retraiu as atividades do setor financeiro durante toda a década de 80, culminando em duas experiências de hiperinflação aberta, entre 1989 e 1990.

2.2. A Segunda experiência de liberalização: 1989-94

A partir de meados de 1989, já no início da gestão de Carlos Menem, a Argentina inicia um segundo *round* de liberalização financeira, agora ainda mais radical que o de 1977 em termos de abertura cambial. Entre as principais medidas desse período, destacam-se (BCRA, 1998b; 1998c; 1998e):

a) a Lei de Emergência Econômica (agosto de 1989), que concedeu ao capital externo, para fins de investimento direto, as mesmas condições de tratamento regulatório, creditício e tributário vigentes para o capital nacional;

b) a Lei de Reforma do Estado (agosto de 1989), que regulamentou as privatizações, inclusive de bancos nacionais e provinciais, envolvendo incentivos à participação de investidores estrangeiros neste processo;

c) normas do BCRA, que regulamentaram e estimularam a captação de depósitos e operações de crédito em dólares pelos bancos argentinos (julho de 1989 e março de 1991) e liberalizaram o mercado de câmbio (dezembro de 1989 e abril de 1991);

d) o plano de estabilização monetária baseado na Lei de Conversibilidade (março de 1991), que instituiu o regime de *currency board* no país, fixando a taxa de câmbio na paridade de 1 austral para 1 dólar (a substituição do austral pelo peso argentino só ocorre em janeiro de 1992), estabelecendo a livre conversibilidade entre o austral e qualquer outra moeda estrangeira e autorizando a realização de contratos no país em qualquer moeda;

e) o Decreto de Desregulamentação do Mercado de Valores (novembro de 1991), que eliminou impostos e outras restrições às operações com títulos mobiliários no país;

f) a nova Carta Orgânica do BCRA (setembro de 1992), definindo-o como autoridade monetária independente, vetando sua atuação como financiador do Tesouro Nacional e restringindo a limites estreitos seu papel de prestador de última instância para o sistema bancário;

g) a liberação à entrada de novas instituições financeiras nacionais no mercado argentino;

h) o Decreto 146/1994, que libera e regulamenta a operação de instituições financeiras de capital estrangeiro, conferindo-lhes tratamento regulatório idêntico ao das instituições de capital nacional.

Em suma, entre 1989 e 1994, todos os controles sobre operações domésticas e externas do SFA, que haviam sido impostos durante o período de alta inflação e restrição externa foram completamente eliminados. Voltou-se, assim, ao quadro institucional existente em fins da década de 70, ou seja, a um sistema aberto ao capital estrangeiro, concentrado e formado por bancos universais, operando, praticamente, sem qualquer restrição legal.

Além dessas mudanças regulatórias, dois fatores de ordem conjuntural influenciaram decisivamente as condições de operação do SFA neste período: a) a estabilização de preços obtida pelo Plano de Conversibilidade, à base de um regime de câmbio fixo com *currency board*; b) o contexto favorável em termos de liquidez internacional, entre fins da década de 80 e início dos anos 90, marcado por taxas de juros em queda e pela gradual recuperação econômica nos Estados Unidos (EUA), assim como na maior parte dos países mais desenvolvidos - tradicionais exportadores de capital para a América Latina. A estabilização e o novo regime monetário-cambial da Argentina reduziram de forma brusca e intensa os riscos inflacionário e cambial que caracterizavam o país até então. A abundante liquidez internacional permitiu que esta redução de risco se traduzisse em maior oferta de capital para a economia argentina. Em conjunto, os dois fatores recriaram condições financeiras e macroeconômicas para a retomada do crédito externo e doméstico no país, bem como de outros tipos de operação financeira.

3. DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA À CRISE BANCÁRIA DE 1995

Sob condições extremamente favoráveis nos planos institucional e macroeconômico, interno e externo, o SFA experimentou um período de forte recuperação de suas atividades na primeira metade dos anos 90. O primeiro efeito benéfico das novas condições foi a remonetização da economia, promovida não só pela estabilização de preços, mas também pela retomada do fluxo de capitais externos (Tabela 1) - esta última, motivada pela própria estabilização, pela disponibilidade de liquidez internacional e também pelo programa de privatizações implementado no país "à toque de caixa" entre 1990 e 1993.

Os depósitos no SFA se elevaram rapidamente a partir de 1991 (Tabela 2), revertendo o longo processo de desmonetização que caracterizou a década de 80. Este aumento é observado tanto nos depósitos em austrais/pesos, quanto em dólares, mas é, claramente, mais intenso no segundo caso. Assim, o processo de remonetização da economia argentina pós-1991 foi acompanhado por uma mudança na composição da demanda por moeda e ativos, em termos de moeda nacional e estrangeira. Os depósitos em austrais/pesos, que representaram, em média, 83,6% dos depósitos totais no triênio 1988-90, se reduzem à média de 54,4% entre 1991 e 1993 e à 46,0% entre 1995 e 1998.

Aliado ao regime de *currency board* em vigor e à opção do governo por manter uma política monetária passiva, não esterilizando os superávits do mercado cambial (MACHINEA, 1997), este novo contexto permitiu aos bancos expandirem a oferta de crédito, atendendo à demanda interna - impulsionada pela estabilização de preços - inclusive, a taxas de juros decrescentes (Tabela 3). Este quadro beneficiou também outros segmentos do SFA (Tabela 4). O indicador de capitalização do mercado acionário (valor de mercado das empresas negociadas em bolsa) dá um salto de 2,6% do PIB em 1990, para 9,8% em 1991, mantendo-se numa média de 15,3% a partir de 1993. O mercado de renda fixa também se expande no período (embora menos que o de renda variável), com seu índice de capitalização se elevando de 3,3% do PIB em 1992 para a média de 14,1% a partir de 1995, liderado pelos títulos públicos.

Em suma, motivado pelas novas e mais favoráveis condições de acesso a recursos internos e externos e pelas oportunidades de negócios abertas por estas mesmas condições, pela estabilização de preços e pelo programa de privatização, o SFA viveu, a partir de 1991, uma

fase expansiva bem semelhante à que se seguiu à liberalização financeira de fins da década de 70. No que toca ao sistema bancário, a semelhança não se restringiu ao caráter expansivo do setor no período, extendendo-se também ao perfil da expansão em termos de fragilidade externa e financeira. O engessamento legal do câmbio, aliado ao elevado fluxo de capital externo e à postura passiva da política monetária, sustentou um ritmo acelerado de crescimento do PIB, à taxas médias de 7,6 % ao ano entre 1991 e 1994. No contexto de ampla abertura comercial e rigidez cambial, este crescimento foi liderado pelo setor de bens *non-tradeables* – cujas perspectivas de preços e taxas de retorno mostravam-se melhores que as do setor de *tradeables* – e também pela retomada do consumo doméstico. Além disso, o crescimento desses setores foi irrigado pela forte expansão do crédito bancário. O resultado “natural” desta combinação de coisas, como se sabe, é a fragilização externa, refletida na geração de crescentes déficits na conta corrente do balanço de pagamentos (Tabela 1).

Além da reação (favorável) dos investidores externos ao Plano de Conversibilidade e da postura passiva das autoridades monetárias, esse salto do nível de atividade, com o perfil acima descrito, refletiu também o comportamento permissivo – e, às vezes, pouco criterioso – dos bancos locais. Como observam Fannelli & Machinea (1997: 161-166) e Machinea (1997: 41-46), embora a recuperação da capacidade de empréstimo do sistema bancário se apoiasse, em grande parte, na captação de depósitos em dólares e de empréstimos no exterior, ela foi direcionada, em larga proporção, ao setor de *non-tradeables* e às famílias (financiando o consumo), cujas rendas são geradas em moeda nacional.

Assim, os bancos argentinos se viram expostos a dois tipos de risco neste período: a) o risco de crédito

típico, associado à possibilidade de retração da renda nacional, podendo levar alguns devedores a uma situação de inadimplência; b) e o risco peculiar ao perfil dolarizado do SFA, associado ao descasamento de moedas entre o passivo e o ativo dos bancos, que os colocava numa posição vulnerável diante de eventuais aumentos no custo das captações em dólares. Ainda que as taxas *ativas internas* seguissem a mudança nas taxas *passivas externas*, isto levaria tempo para se refletir no balanço dos bancos – o tempo de maturação dos empréstimos já em carteira – e poderia esbarrar na retração da demanda doméstica por crédito – impedindo, neste caso, que as taxas domésticas mais altas fossem incorporadas à receita dos bancos na mesma proporção do aumento do seu custo de captação.

Em segundo lugar, como mostra a Tabela 3, embora as taxas de juros tenham caído com a estabilização, essa queda se deu a um ritmo bem inferior ao da queda da inflação, mantendo, portanto, os juros reais em níveis elevados – o que representava outro fator de risco de crédito para os bancos. Por fim, havia o risco financeiro “minskyano” (MINSKY, 1982), associado a movimentos de brusca reversão favorável das expectativas, que tendem a tornar firmas, consumidores e instituições financeiras mais propensos ao risco e, portanto, à emissão e aquisição de dívidas. Neste ambiente otimista, a expansão (acelerada) do crédito tende a ser acompanhada de deterioração da qualidade do ativo dos bancos, em termos de retorno-risco (HERMANN, s/d).

O aumento dos juros americanos ao longo do ano de 1994, que (aliado a fatores domésticos) conduziu à crise cambial mexicana em dezembro do mesmo ano, provocando a reversão do fluxo de capital para os mercados emergentes em 1995, expôs a fragilidade das condições de expansão econômica da Argentina nos primeiros anos da década de 90. Face à rigidez legal do regime cambial

e de seu papel-chave como âncora da estabilidade de preços - não só pela relação direta com os preços dos *tradeables*, mas também por seu efeito sobre as expectativas inflacionárias - o governo envidou todos os esforços para preservar o regime e a própria taxa cambial. Outro importante empecilho à desvalorização era - e ainda é - o elevado grau de dolarização do SFA. Em 1993, mais de 50 % do passivo das instituições financeiras em operação no país era denominado em dólar (Tabela 2), o que tornava a via do ajuste cambial uma fonte quase certa de crise bancária.

Descartada a mudança no regime cambial-monetário, o ajuste da economia argentina ao "efeito tequila" foi promovido por uma combinação de ajuda internacional - envolvendo, principalmente, recursos do FMI e do Banco Mundial - e contração da demanda (absorção) interna. Esta última, mais que uma opção de política econômica, foi uma imposição dos fatos, já que, com a reversão do fluxo de capital externo e a manutenção do regime de *currency board*, a restrição monetária e da atividade econômica tornava-se inevitável. Assim, o PIB argentino sofreu retração de 4,6% em 1995, reduzindo o déficit em conta corrente para 0,8% do PIB - 2,5 pontos percentuais abaixo do registrado em 1994.

Diante da forte expansão do crédito nos anos anteriores e de sua concentração em setores diretamente afetados pela demanda agregada doméstica, o ajuste recessivo, como alternativa à desvalorização do peso, também não foi capaz de evitar o surgimento de dificuldades para os bancos - embora, possivelmente, estes tenham sido menos graves que os que adviriam de um ajuste cambial naquele momento. Dados do BCRA (1998a: 34) mostram que indícios dessas dificuldades já estavam presentes em fins de 1994, quando o resultado da operação do sistema bancário consolidado registrou prejuízo

equivalente a 4,7% do patrimônio líquido do setor - uma reversão brutal em relação ao lucro de 17,1% em igual período do ano anterior (dados do quarto trimestre, anualizados). Em termos de desempenho financeiro, o auge da crise foi atingido no segundo trimestre de 1995, quando o setor registrou perda equivalente a 12,2% do patrimônio líquido.

Na raiz dessa perda de rentabilidade estiveram dois fatores: a) a inadimplência de firmas e consumidores surpreendidos com a retração econômica; b) o abalo da confiança dos correntistas, à medida em que se agravavam e vinham à público os indicadores de inadimplência. Essa combinação de fatores levou à crescente perda de depósitos pelo sistema bancário que, entre fins de 1994 e meados de maio de 1995, atingiu o alarmante nível de US\$ 8,4 bilhões - cerca de 19% dos depósitos existentes em dezembro de 1994 (LOPETEGUI, 1996: 14). Essa perda foi parcialmente compensada pela atuação do BCRA, de duas formas: a) como prestador de última instância, através de operações de redesconto e mercado aberto, no valor de US\$ 2,4 bilhões (28,5% da perda total); b) relaxando exigências de encaixes (reservas) pelos bancos, o que gerou uma "liberação" de US\$ 3,4 bilhões (40,5% da perda) de recursos para o sistema. Contudo, o socorro do BCRA foi insuficiente para limitar a crise a um problema temporário de iliquidez, tornando-se inevitável a insolvência de diversas instituições - especialmente as de menor porte - e a reestruturação do setor após a crise.

4. REGULAMENTAÇÃO E REESTRUTURAÇÃO DO SFA APÓS A CRISE DE 1995

Apesar de seus indiscutíveis custos econômicos e sociais, a experiência de 1995 teve o mérito de alertar as autoridades monetárias para a necessidade de se reforçar, ou mesmo criar, regras de comportamento prudencial e mecanismos de defesa do SFA contra situações de crise de confiança. O fato é que, até 1994, a política financeira implementada pelo governo Menem foi direcionada apenas pelo objetivo de ampliar o leque de oportunidades de negócios para o SFA, sem muita preocupação com as possíveis conseqüências da liberalização sobre o grau de fragilidade a que o sistema passaria a se expor sob as novas condições de operação. Assim, grande parte dos critérios que, hoje, regulam a operação do SFA foi criada em reação à crise de 1995.

Partindo-se de uma crise sistêmica, o primeiro instrumento de defesa criado pelo BCRA, em março de 1995, foi o Fundo Fiduciário de Capitalização Bancária, FFCB (BCRA, 1995). O FFCB foi um programa de reestruturação do setor, apoiado por recursos públicos - do próprio BCRA - tendo como objetivo "a capitalização e fortalecimento do sistema financeiro argentino", admitindo, inclusive, a possibilidade de que "algumas entidades financeiras que tenham sofrido, em maior grau, a perda de depósitos (...) façam fusões com outras entidades mais pres-tigiosas e solventes"^{6,b} (BCRA, 1995: 3). Assim, os recursos do FFCB foram destinados a instituições em dificuldades - apenas àquelas com maiores chances de recuperação a partir do aumento do grau de capitalização - e, principalmente, a instituições sólidas, em condições de recuperar as insolventes, por meio de fusão ou aquisição direta. Desde sua primeira operação, em julho de 1995, até novembro de 1998, o FFCB aportou US\$ 326,8 mi-

lhões a instituições envolvidas em processos de reestruturação (BCRA, 1998a, Vol. II: 55).

Em maio de 1995 cria-se o Fundo de Garantia dos Depósitos, FGD (BCRA, 1998d), de caráter permanente. Ao contrário do FFCB, o FGD foi formado apenas por recursos privados, com base em contribuições compulsórias das próprias instituições financeiras, oferecendo garantia limitada aos depósitos à vista e a prazo. Além da cobertura de depósitos, o FGD é também parte do programa de capitalização e reestruturação bancária, já que seus recursos podem usados para:

"a) efetuar aportes ou empréstimos a entidades financeiras que estejam sujeitas a um plano de regularização e saneamento; b) efetuar aportes ou empréstimos a entidades financeiras que adquiram ativos e assumam a seu cargo o pagamento dos depósitos de outra entidade que esteja sujeita a um plano de regularização e saneamento; c) celebrar, com entidades financeiras que participem da reestruturação de outra, contratos de opção de venda a favor da entidade adquirente dos ativos transferidos; d) adquirir depósitos de bancos liquidados."^{6-c} (BCRA, 1998b: 27-28, tradução da autora).

Entre julho de 1995 e novembro de 1998, o FGD alocou US\$ 568,4 milhões a programas de reestruturação bancária (BCRA, 1998a, Vol. II: 55).

Por fim, foram reforçadas diversas exigências do BCRA quanto às regras de prudência bancária estabelecidas no Acordo de Basiléia (de 1994) e a outros critérios de liquidez e solvência do SFA, envolvendo requisitos mínimos de capital e liquidez, avaliação do grau de risco do ativo bancário, exigências de diversificação da carteira de crédito e de provisões contra créditos duvidosos, além de outros controles (BCRA, 1998a, Vol. I: 41-62).

O principal foco das mudanças regulatórias implementadas após a crise de 1995 foi o controle do grau de liquidez do sistema, reforçado por dois novos instrumentos: a) a política de requisitos mínimos de liquidez, que substituiu o mecanismo convencional de recolhimentos compulsórios; b) o "programa contingente de pases" (PCP), um mecanismo inovador de socorro de liquidez para os bancos locais, através do socorro de liquidez ao BCRA por bancos internacionais. A novidade da política de requisitos mínimos de liquidez, em relação aos recolhimentos compulsórios consistiu, basicamente, na ampliação da base de cálculo das exigências de reservas, para contemplar *todos* os passivos bancários – e não somente os depósitos a vista e de poupança, como no sistema anterior. Com isto, o grau de liquidez do SFA elevou-se da média de 10,8% dos depósitos, atingida em 1995, para 15,9% no ano seguinte (Tabela 5).

O PCP, criado em fins de 1996, estabelece contratos entre bancos internacionais e o BCRA, pelos quais a autoridade argentina adquire o direito de vender à contraparte, com acordo de recompra, títulos públicos e letras hipotecárias denominados em dólares, recebendo o pagamento na mesma moeda. Assim, durante a vigência dos contratos, os bancos internacionais participantes do programa (eram 13 em fins de 1998) disponibilizam uma linha de crédito externo de curto prazo para o BCRA – uma espécie de "cheque especial" em dólares – cujos recursos podem ser sacados para aplicação a empréstimos de última instância em períodos de crise de liquidez no sistema bancário argentino (BCRA, 1998a, Vol. I: 42-44; BCRA, 1998g). Os contratos têm duração mínima de dois anos e máxima de cinco, podendo, a critério das partes, ser renovados a cada três meses, nas mesmas condições do contrato original, incluindo custos e prazos. O custo anual dos recursos para o BCRA é de 200 pontos básicos (dois pontos percentuais) sobre a taxa Libor.

Embora o PCP não amplie, diretamente, a liquidez dos bancos argentinos, ele reforça a liquidez *sistêmica* do setor, porque instrumentaliza o BCRA para atuar como emprestador de última instância, *em dólares*, sempre que os bancos em operação no país se virem em dificuldades para honrar seu passivo em depósitos nesta moeda – que representa 55% do total de depósitos no sistema bancário argentino (Tabela 2). Por esta razão, os recursos do PCP passaram a integrar o "indicador de liquidez sistêmica" apurado pelo BCRA, juntamente com os requisitos de liquidez antes existentes. Assim, a liquidez sistêmica dos bancos argentinos elevou-se da média de 15,9% dos depósitos totais, em 1996, para quase 30% a partir de 1997 (Tabela 5).

5. RESULTADOS DA POLÍTICA FINANCEIRA PÓS-1995 E ESTRUTURA ATUAL DO SFA

O desempenho recente do sistema bancário argentino (Tabela 5) mostra que a política financeira implementada pelo BCRA a partir de 1995 foi exitosa em diversos aspectos:

- a) a rentabilidade do SFA (em percentual do ativo), que havia caído a 2,6% negativos no ano da crise, elevou-se a 4,1% em 1996 e a 7,5% em setembro de 1997 (antes da crise asiática atingir a América Latina);
- b) a dependência do sistema com relação à receitas de juros foi reduzida, indicando que houve diversificação da atividade financeira; essa diversificação pode ser mais claramente percebida na composição do ativo dos bancos privados (Tabela 6), onde o peso dos empréstimos se reduz de 60,9% em 1995 para 47,0% em 1998;

- c) as provisões dos bancos privados sobre o crédito total e em atraso foram aumentadas;
- d) o grau de liquidez do sistema foi ampliado (vide seção anterior);
- e) o peso dos ativos de risco no ativo total dos bancos e de todo o SFA foi reduzido (especialmente a partir da crise asiática);
- f) os requisitos mínimos de capital continuaram sendo cumpridos com folga, tanto em relação aos critérios do Acordo de Basileia, quanto aos critérios mais rígidos, estabelecidos pelo BCRA.

Por conta dessas mudanças, a capacidade de reação do sistema ao contágio das crises cambiais asiática (outubro de 1997) e russa (agosto de 1998) foi maior que no período da crise mexicana. Embora o SFA tenha sido desfavoravelmente atingido pelas crises recentes, seus efeitos não chegaram ao ponto de levar o setor a repetir os resultados negativos associados à crise mexicana. O nível mais baixo atingido pela relação resultado/patrimônio líquido após a crise asiática foi de 1,2% (positivo), no quarto trimestre de 1997, mas o ano se encerrou com retorno médio de 6,3%. Até setembro de 1998, embora em queda, o indicador manteve-se positivo, na média de 4,6% (BCRA, 1998a, Vol. I: 34).

Como é típico em casos de contágio, essa perda de rentabilidade explica-se, essencialmente, pela queda dos preços dos ativos, cuja participação na formação do resultado líquido do SFA se reduz da média de 18,8% em 1996-97 para 10,5% em 1998 (dados anualizados até setembro). Essa queda torna-se ainda mais significativa se observarmos que o próprio resultado líquido sofreu contração, da média de 5,8% do ativo para 3,8% no mesmo período. O efeito da crise externa sobre a rentabilidade do SFA só não foi maior porque a perda de rentabilidade com ativos foi, parcialmente, compensada pela redução dos custos bancários, administrativos e com inadimplência – este último, como resultado do reforço de controles prudenciais sobre as operações de crédito.

Além de mudanças regulatórias, o SFA passou por importantes mudanças estruturais nesse período, associadas ao processo de concentração do setor, promovido pela política financeira do BCRA, através do FFCB e do programa de privatizações de bancos. Tanto as privatizações, quanto a política de concentração – incentivada pela exposição das instituições financeiras à concorrência interna e externa, a partir da liberação da entrada de novas instituições, nacionais e estrangeiras, no mercado argentino – tiveram início nos primeiros anos do governo Menem, mas o ritmo de implementação dessas políticas foi fortemente acelerado a partir da crise de 1995 (BURDISSO, AMATO & MOLINARI, 1998)⁷.

Além da simples recuperação financeira do sistema bancário, as privatizações e o programa apoiado no FFCB previam que a reestruturação do setor se desse por meio da concentração do mercado. Assim, o número de entidades financeiras em operação na Argentina passou de 182 em junho de 1995 para 129 em setembro de 1998 e o número de bancos públicos se reduziu de 32 para 18 no mesmo período (BCRA, 1997: 15 e BCRA, 1998f: 9), sendo este processo acompanhado do aumento do tamanho das instituições.

A concentração bancária na Argentina pode ser claramente percebida também na distribuição do ativo e dos depósitos totais do SFA. A participação dos dez maiores bancos do país nestes dois itens é crescente nos últimos anos, sendo, respectivamente, de 44,7% e 42,1% em setembro de 1998 (Tabela 7). As economias de escala decorrentes dessa concentração viabilizaram a redução

dos custos operacionais e administrativos do setor, que, como se pode ver na Tabela 5, é o que, essencialmente, explica o aumento da rentabilidade dos bancos argentinos a partir de 1995 – já que o retorno sobre empréstimos (juros) e serviços se reduz e o retorno sobre ativos se eleva apenas moderadamente no período.

Face às condições de operação do SFA à época, esse processo de concentração foi acompanhado de um movimento de desnacionalização do sistema bancário. As instituições estrangeiras já em operação no país, em média, desfrutavam de uma situação financeira mais sólida que as de capital (predominantemente) nacional, porque: a) sendo, em geral, maiores que as nacionais, podiam explorar melhor as vantagens de economia de escala e escopo, normalmente associadas a bancos “universais” (SANTOS, 1998); b) tendo matrizes nos países mais desenvolvidos, exportadores de capital (inclusive para a Argentina), gozavam de melhores *ratings* junto às agências internacionais de classificação de risco e, por conseguinte, de melhores condições de captação de recursos no exterior – o que, em um sistema onde cerca de metade da demanda por moeda e ativos do público é exercida em dólares apresenta-se como uma vantagem fundamental. Essas condições colocaram as instituições estrangeiras em posição vantajosa para adquirir as instituições nacionais em dificuldades. Além disso, o governo Menem nunca impôs qualquer tipo de restrição à ampliação da presença estrangeira no SFA, tendo, ao contrário, incentivado esta tendência.

Assim, o SFA apresenta-se, hoje, como um típico e bem organizado sistema de *banco universal*: concentrado, formado por instituições bancárias privadas de grande porte, sujeitas a controles prudenciais de padrão internacional. Os bancos são o principal tipo de instituição financeira no país, tanto em número, quanto em detenção de ativos, concentrando 99% dos ativos totais do SFA

em setembro de 1998, sendo esta participação de 70% para as instituições privadas (Tabela 7). O mercado de capitais teve grande expansão no início da década de 90, mas não avançou muito desde então, nem quanto ao número de empresas negociadas, nem quanto aos índices de capitalização em relação ao PIB (Tabela 4) ou em relação ao ativo total do SFA: o valor de mercado das companhias de capital aberto é, hoje, pouco superior a 30% do ativo total detido pelo SFA (Tabela 8). Da mesma forma, os fundos de investimento e pensão são ainda pouco expressivos no país, em termos de comando sobre ativos, quando comparados aos bancos.

Uma característica do SFA é que, dentro do sistema bancário, as instituições líderes do mercado são de capital estrangeiro. Em setembro de 1998, entre os dez maiores bancos privados, sete eram de capital estrangeiro⁸. Na base dessa liderança encontram-se as melhores condições de captação desses bancos, tanto de poupança externa – pelas razões já apontadas – quanto doméstica – provavelmente, porque inspiram maior confiança ao público. Os bancos estrangeiros concentram 48% das contas correntes do país, ante 25% dos privados nacionais e 27% dos públicos; 45% das contas de poupança, ante, respectivamente, 30% e 26% dos nacionais privados e públicos; e 37% das contas de depósitos a prazo, ante 29% dos nacionais e 34% dos públicos (Tabela 9).

Outro fator que explica a liderança dos bancos estrangeiros no mercado argentino são os menores custos administrativos com que operam esses bancos, em comparação com os nacionais privados e públicos: a proporção do pessoal ocupado nestes últimos é igual (bancos privados nacionais) ou maior (bancos públicos) que nos estrangeiros (Tabela 9), embora suas participações no ativo total do sistema seja bem menor, como vimos. Assim, o ativo gerado por pessoal ocupado é maior nos bancos estrangeiros.

Dados relativos à clientela de empréstimos mostram ainda que, além de concentrarem a maior parcela do ativo, os bancos estrangeiros operam com empréstimos de valor médio maior que os nacionais privados, sugerindo que seus clientes (empresas) são de maior porte: os dois grupos de bancos têm, praticamente, a mesma fatia do mercado em número de clientes (Tabela 9), mas os estrangeiros têm participação maior no ativo total do sistema. Como as empresas de maior porte são, em geral, as de menor risco, pode-se inferir que a qualidade do ativo dos bancos estrangeiros é melhor que a dos bancos nacionais.

Os indicadores do modo de operação do sistema bancário argentino mostram que a atual liderança dos bancos estrangeiros apóia-se na maior eficiência *microeconômica* destes, quando comparados aos nacionais. Esta, por sua vez, não decorre de condições institucionais (regulatórias) mais favoráveis, mas explica-se por fatores de natureza estrutural e histórica, entre eles: a) as economias de escala e escopo decorrentes da maior dimensão dos bancos estrangeiros; b) a melhor reputação de que gozam estes bancos junto aos poupadores externos e domésticos, que favorece suas condições de captação de recursos; c) e, provavelmente, a maior experiência destes bancos na captação e aplicação de recursos, especialmente a prazos mais longos. Nessas condições, as vantagens comparativas dos bancos estrangeiros sobre os nacionais em operação na Argentina tendem a persistir por muito tempo, realimentando sua liderança no mercado.

A forte presença de bancos estrangeiros no SFA explica, em grande parte, a evolução recente da estrutura ativa e passiva do sistema bancário privado. Embora, como reconhece o próprio BCRA, as operações de longo prazo não se configurem, ainda, como um negócio importante para os bancos em operação no país (BCRA, 1998a, Vol.I: 45) alguns indicadores sugerem que mudanças neste

sentido, em especial na linha da securitização, já estão em curso. Entre elas (Tabelas 5 e 6): a) aumento da participação da renda com ativos na formação da rentabilidade do SFA, em detrimento da contribuição da renda de juros; b) redução da participação dos empréstimos no ativo total dos bancos privados, concomitante ao significativo aumento do peso relativo de "outros créditos por intermediação financeira"; c) redução (ainda que bastante modesta) do peso relativo dos depósitos (a vista e a prazos curtos) no passivo dos bancos privados, acompanhada do aumento de "outras obrigações por intermediação financeira".

Essas mudanças indicam algum avanço das operações de securitização, em substituição aos empréstimos convencionais que, na Argentina – assim como em outras economias latino-americanas, marcadas pela instabilidade macroeconômica – sempre se concentraram no curto prazo. Além disso, na experiência de outros países, a securitização tem se desenvolvido como alternativa, basicamente, ao crédito bancário de longo prazo – e não de curto. Assim, indicadores de expansão deste tipo de operação apontam para o alongamento do prazo médio dos negócios bancários, embora em novas bases.

Contudo, é notável que sobrevivem ainda, no SFA, algumas características típicas do antigo modo de operação, concentrado no curto prazo (Tabela 6):

a) o peso dos títulos públicos no ativo dos bancos privados elevou-se de 3,8% em 1994 para a média de 9,6% entre 1995 e 1998, indicando maior demanda por liquidez por parte destas instituições;

b) embora a dependência dos bancos com relação aos depósitos como fonte de financiamento venha se reduzindo nos últimos anos, este item ainda representa cerca de 50% do passivo dos bancos privados – percentual superior ao do Brasil, por exemplo, onde a

soma dos depósitos a vista, a prazo e de poupança, em fins de 1997, representava 42% do passivo dos bancos múltiplos (HERMANN, 1999);

c) a participação dos títulos de renda variável (típicos das operações de securitização) na composição da carteira de investimentos dos fundos de investimento e de pensão vem decrescendo nos últimos dois anos, além de ser ainda modesta (também menor que no Brasil): respectivamente, de 6,8% e 20,7%, em média, no ano de 1998 (até terceiro trimestre, Tabela 8);

d) a capitalização do mercado acionário em relação ao ativo dos bancos privados tem decrescido a partir de 1994, passando de 75,6% do ativo total destes bancos neste ano, para 44,7% no primeiro semestre de 1998 (cálculos a partir das Tabelas 4 e 6).

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS: VANTAGENS E RISCOS DA ESTRUTURA ATUAL DO SFA

A conformação estrutural do SFA, caracterizada pelo modelo de banco universal, pelo elevado grau de dolarização e pela hegemonia das instituições estrangeiras, apresenta algumas vantagens, como aponta o BCRA (1998a: Vol. II: 41-42): a) tende a reduzir a fragilidade financeira do sistema, na medida em que o mesmo passa a incorporar instituições mais sólidas; b) melhora o acesso do SFA (e do país) a recursos externos – o que, em um sistema dolarizado, é de fundamental importância; c) incorpora critérios e experiência internacionais de supervisão bancária aos vigentes no país.

Por outro lado, a hegemonia estrangeira e o alto grau de dolarização do SFA envolvem também alguns riscos importantes:

a) como qualquer outro investimento externo direto, o capital investido no setor financeiro eleva as despesas do país com a remessa de lucros ao exterior, sendo, portanto, um potencial fator de fragilização externa;

b) à maior facilidade de acesso a recursos externos corresponde, também, maior facilidade de retirada desses recursos em períodos de grande incerteza, seja através do aumento das remessas de lucros às matrizes, seja pela opção de aplicar em outros mercados – cujo acesso, aliás, é mais fácil para instituições globalizadas;

c) como observa o próprio BCRA, no mesmo documento em que aponta as vantagens da desnacionalização do SFA, “o que tem ocorrido [na Argentina] é que bancos estrangeiros têm adquirido ações de bancos nacionais e que não operam como sucursais de bancos estrangeiros” – isto facilita ainda mais a retirada de capital do país, reforçando o risco acima apontado;

d) a maior facilidade de acesso a recursos externos, decorrente da boa reputação destas instituições, não elimina o risco cambial envolvido neste tipo de operação, que depende, em última instância, da forma como é administrada a política macroeconômica local – mesmo na Argentina, onde o regime cambial e a taxa de câmbio são definidos em lei, sua sustentação depende das condições macroeconômicas vigentes.

Além desses riscos, vale notar que a crise de 1995 não resultou *apenas* da ineficiência das instituições nacionais, da falta de uma legislação e supervisão bancárias adequadas, ou da dificuldade de explorar economias de escala, decorrente de uma estrutura bancária pouco concentrada. Por trás dos problemas de 1995 estiveram também duas características institucionais da economia e do SFA, que ainda estão presentes:

a) o compromisso do país, estabelecido em lei, com o câmbio fixo associado ao regime de *currency board*: nessas condições, a oferta monetária doméstica e, portanto, a própria solvência dos devedores em moeda nacional ficam à mercê da oferta de divisas;

b) a ampla abertura e liberalização financeira que caracterizou a legislação bancária argentina desde fins da década de 80 que, face à experiência de dolarização desta década, marcada pela hiperinflação, conduziu à dolarização institucionalizada, e não à remonetização da economia rumo à moeda nacional – o fato de que, até hoje, os depósitos em dólares no SFA rivalizam com as retenções em pesos, representando mais de 50% dos depósitos totais, é uma demonstração de que a confiança do público na solidez dos bancos locais e no peso não foi satisfatoriamente recuperada.

Assim, a fragilidade financeira da Argentina é, em grande parte, intrínseca a seu regime cambial-monetário e ao modelo de regulação do sistema financeiro adotado pelo país. Esses aspectos institucionais tornam o grau de liquidez e a segurança de todo o sistema extremamente dependentes das condições de acesso do país a recursos externos, exigindo a geração constante de superávits comerciais, capazes de evitar déficits importantes na conta corrente, e/ou a ampliação sistemática do endividamento do SFA em dólares, numa estratégia de “rolagem” de seus passivos.

Em suma, a operação do SFA durante a primeira metade da década de 90 evidenciou duas fontes fundamentais de risco, que estiveram na raiz da crise bancária de 1995: a) o risco bancário típico, associado à velocidade de expansão e perfil temporal e setorial do crédito; b) o risco peculiar à forma de organização do SFA, associado à seu elevado grau de abertura e, especialmente, de dolarização. As medidas prudenciais adotadas pelo BCRA

a partir de 1995, aliadas ao processo de concentração e desnacionalização do sistema bancário, aparentemente, vêm sendo capazes de contornar o primeiro tipo de risco. Quanto ao segundo, os instrumentos de defesa de que dispõe a economia são o PCP e, como alega o BCRA, a forte presença de bancos estrangeiros. O PCP, sem dúvida, ajuda a contornar o risco cambial e financeiro do país. Contudo, como qualquer empréstimo, sua manutenção depende, em última instância, do interesse dos bancos internacionais em renovar sistematicamente os contratos com o BCRA.

Assim, o PCP não é, exatamente, um seguro contra a fragilização financeira e externa do país, atuando, na verdade, como um empréstimo renovável *sob restrições*. Se as condições macroeconômicas (os “fundamentos”) e, especialmente, cambiais argentinas não cumprirem determinado padrão de qualidade – definido pelos investidores externos – o empréstimo não será renovado e as dificuldades associadas ao fato do sistema bancário local deter mais da metade de seus depósitos numa moeda que o país não produz virão à tona.

O elevado grau de dolarização ainda é, portanto, um importante foco de risco para o SFA, apesar dos indiscutíveis avanços por que passou o setor a partir de 1995. Sob tal condição, na prática, o mais importante “instrumento” de defesa do SFA é a presença dos bancos estrangeiros. Sua importância, porém, não se justifica exatamente pelas razões de ordem técnica apontadas pelo BCRA, e sim pela influência que, certamente, esta presença exerce sobre a “boa vontade” das instituições internacionais para com a economia argentina, no sentido de manterem o fluxo de capitais para o país e, principalmente, de socorrerem o sistema bancário local, através do PCP. Muitas dessas instituições têm filiais ou elevadas participações acionárias no sistema bancário argentino,

de modo que, em última instância, ao concederem crédito ao país - diretamente ao setor privado ou através do BCRA (PCP) - estão salvaguardando seus próprios interesses. Assim, a desnacionalização do sistema bancário tem sido a principal "âncora" da estabilidade financeira argentina dos últimos anos, explicando, inclusive, a maior resistência do sistema ao contágio das crises cambiais asiática, russa e brasileira recentes.

TABELA 1
INDICADORES EXTERNOS DA ECONOMIA ARGENTINA
US\$ MILHÕES - 1988 a 1997

Ano	Conta Corrente		Conta de Capital			Reservas Internac.
	US\$ Milhões	% do PIB	Total	Direto	Outros	
1988	3.363	3,03	431	1.147	-716	3.363
1989	-1.305	-1,70	-8.008	1.028	-9.036	1.463
1990	4.552	3,22	-5.850	1.836	-7.686	4.295
1991	-647	-0,36	182	2.439	-2.257	5.812
1992	-5.462	-2,41	7.576	4.019	3.557	9.615
1993	-7.672	-2,98	9.827	3.262	6.565	13.339
1994	-10.118	-3,59	9.280	2.982	6.298	13.764
1995	-2.768	-0,99	574	4.628	-4.054	13.749
1996	-3.787	-1,27	7.033	4.885	2.148	17.705
1997	-10.119	-3,13	13.257	6.298	6.959	22.153

Fonte: 1988-90: IFS, Dec. 1994; 1991-97: IFS, Dec. 1998.

TABELA 2
COMPOSIÇÃO DOS DEPÓSITOS NO SISTEMA BANCÁRIO ARGENTINO
1988 a 1998

Ano	Depósitos Totais: US\$ Milhões	Composição %								
		Total Geral	Depósitos em Pesos				Depósitos em Dólares			
			Total	Conta Corrente	Dep. Pr. e Poup.	Outros	Total	Conta Corrente	Dep. Pr. e Poup.	Outros
1988	12.605	100,0	90,2	12,0	78,3	na	9,8	0,1	10	na
1989	10.605	100,0	88,5	11,7	76,8	na	11,5	0,2	11	na
1990	10.244	100,0	72,2	20,1	52,1	na	27,8	5,8	22	na
1991	14.576	100,0	55,0	21,7	33,3	na	45,0	5,4	39,6	na
1992	24.603	100,0	55,5	20,0	35,6	na	44,5	3,4	41,0	na
1993	38.212	100,0	52,8	19,4	33,4	na	47,2	1,6	45,6	na
1994	45.029	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
1995	43.259	100,0	45,7	nd	nd	nd	54,3	nd	nd	nd
1996	53.254	100,0	46,9	15,3	27,3	4,3	53,1	1,0	50,1	2,1
1997	68.430	100,0	46,4	14,3	28,9	3,1	53,6	0,9	50,8	1,9
1998*	76.840	100,0	44,9	13,9	28,3	2,7	55,1	0,8	53,1	1,2

Fonte: 1988-93: Fannelli e Machuca (1997): 160 e 162.

1995 em diante: BCRA, Boletín Monetario y Financiero, Enero-Marzo/1997 e Julio-Setiembre/1998, via Internet.

(*) Dados de Setembro de 1998.

nd = não disponível; na = não se aplica.

TABELA 3
CRÉDITO E TAXAS DE JUROS NA ARGENTINA
1991 a 1998

Ano	Crédito em US\$ Milhões			Taxas Ativas		Taxa	Tx. Real (Pesos)	
	Total	Setor Privado	Setor Público	Emprést. em Pesos	Emprést. em Dólares	Dep. Pesos 1-3 meses	Ativa (IPC)	Passiva (IPC)
1991	41.243	22.770	18.473	46,59	nd	61,68	-46,11	-40,56
1992	50.945	35.005	15.940	45,08	14,16	16,78	16,41	-6,30
1993	61.476	43.244	18.232	27,87	13,49	11,34	15,59	0,65
1994	68.242	52.029	16.213	10,06	8,17	8,08	5,56	3,66
1995	71.699	51.296	20.403	17,85	13,88	11,90	14,06	8,30
1996	76.480	54.618	21.862	10,51	9,12	7,36	10,24	7,09
1997	88.248	63.608	24.738	9,24	7,84	6,97	8,70	6,44
Set/1998	93.349	68.913	24.436	16,94	13,26	10,34	15,52	9,00

Fontes: Taxa básica, taxa passiva e inflação: IMF, 1998: 213, linhas 60b e 60l.
Taxas ativas: IMF, 1998: 213, linhas 60p e 60pa, para 1994-98.
1991-93: Médias geométricas anualizadas, das taxas mensais divulgadas para junho e dezembro de cada ano em Fanelli e Machinea (1997): 165.

TABELA 4
INDICADORES DO MERCADO DE CAPITAIS NA ARGENTINA
1990 a 1998 - US\$ MILHÕES

Ano	Mercado de Ações			Merc. de Títulos de Renda Fixa				Fundos de Invest.		
	Nº de Empresas	Capitaliz. do Merc.		Obrig. Negoc.		Tít. Públi.		Nº de Instituições	Patrim. Líquido*	
		US\$ Milhões	% do PIB	US\$ Milhões	% do PIB	US\$ Milhões	% do PIB			
1990	nd	3.620	2,6	nd	nd	nd	nd	nd	nd	
1991	nd	18.644	9,8	nd	nd	nd	nd	34	268	
1992	171	18.238	8,1	nd	496	0,2	7.026	3,1	40	184
1993	165	42.932	16,7	36,6	932	0,4	28.481	11,1	48	234
1994	157	38.529	12,8	-21,0	1.675	0,6	27.623	9,7	68	389
1995	144	37.062	13,0	12,8	2.867	1,0	32.421	11,4	109	631
1996	141	44.346	15,1	25,0	3.497	1,2	39.461	13,5	139	1.069
1997	129	58.983	18,4	5,9	3.778	1,2	42.684	13,3	199	5.347
Jun/1998	128	60.402	15,8	-19,9	5.836	1,8	41.591	13,0	233	6.706

Fonte: CNV, 1998, Julho e Fanelli e Machinea, 1997: 167, para capitalização do mercado em 1990 e 1991.
BCRA, 1998a: 17, para Fundos de Investimento. Dado de 1998 refere-se a III trimestre do ano.

TABELA 5
INDICADORES DE SEGURANÇA / FRAGILIDADE DO SFA - 1994 / 1998

Indicadores	1994	1995	1996	Set/1997	1997	Set/1998
Rentabilidade do SFA em % do Ativo	1,6	-2,6	4,1	7,5	6,3	3,8
Renda de Juros	6,0	5,9	4,1	3,5	3,4	3,5
Renda de Serviços	4,2	3,8	3,1	2,9	2,7	2,4
Renda de Ativos	-0,1	0,6	1,0	1,0	0,8	0,4
Gastos Administrativos	-7,7	-7,3	-5,9	-5,6	-5,3	-4,9
Custos de Inadimplência	-1,9	-3,1	-2,0	-2,1	1,9	1,3
Tributos	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4	0,3	0,4
Outros	0,4	0,4	0,8	1,5	1,4	0,7
Cart. de Crédito Bcos. Priv. (US\$ Milhões)	36.029	36.979	43.687	nd	52.272	58.943
% Crédito em Atraso / Total	7,5	11,7	12,2	nd	10,7	10,0
- Pendente	5,4	8,4	6,8	nd	5,0	4,5
- Irrecuperável	2,1	3,4	5,5	nd	5,7	5,5
% Provisões / Crédito Total	4,1	6,8	8,4	nd	8,2	7,9
% Provisões / Crédito em Atraso	54,9	58,1	68,3	nd	76,8	79,6
% Provisões / Crédito Irrecuperável	195,4	203,2	152,5	nd	144,5	143,9
Requisitos Mínimos de Capital - SFA						
Ativo Total (US\$ Milhões)	94.514	90.444	108.786	131.188	137.715	159.010
% Ativos de Risco (AR) / Ativo Total	73,8	73,2	67,8	62,7	62,0	58,7
% Cap.Mín.Exig.pelo BCRA / AR	11,3	12,0	12,0	12,0	12,0	11,8
- por risco de créd.	11,3	12,0	11,9	11,9	11,9	11,7
- por risco de mercado	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1
% Cap.Mín.seg. Ac.Basiléia / AR	7,1	7,2	6,9	7,1	7,1	7,1
% Cap.Integralizado / AR	18,2	19,6	19,8	18,5	17,9	17,4
% Cap.Integralizado / Exig. BCRA	160,5	162,6	164,0	154,4	148,5	146,6
% Cap.Integralizado / Exig. Basiléia	257,7	273,2	284,5	260,1	251,6	246,1
Requisitos Mínimos de Capital - Bcos. Priv.						
Ativo Total (US\$ Milhões)	56.882	53.132	71.184	nd	96.826	113.990
% Ativos de Risco (AR) / Ativo Total	75,7	76,8	72,2	nd	62,5	58,5
% Cap.Mín.Exig.pelo BCRA / AR	11,3	4,6	11,9	nd	11,9	11,8
- por risco de créd.	11,3	4,6	11,8	nd	11,7	11,7
- por risco de mercado	0,0	0,0	0,1	nd	0,2	0,2
% Cap.Mín.seg. Ac.Basiléia / AR	7,1	7,0	6,8	nd	7,0	7,0
% Cap.Integralizado / AR	16,3	17,7	15,9	nd	15,5	14,6
% Cap.Integralizado / Exig. BCRA	135,3	386,4	133,8	nd	130,2	123,6
% Cap.Integralizado / Exig. Basiléia	214,7	252,4	235,0	nd	222,7	208,2
% Cap.Integraliz. p/ risco créd./ créd. atraso	242,8	166,7	152,6	nd	167,2	161,9
Indicador de Liquidez Sistêmica do SFA*	15,5	10,8	15,9	29,0	28,9	29,7
Alavancagem do SFA (I): % Ativo / Capital	7,5	7,0	7,5	8,8	9,0	9,8
Alavancagem do SFA (II): % AR / Capital	5,5	5,1	5,1	5,4	5,6	5,8

Fonte: BCRA, 1998a: 34, 37 e 43, para SFA; BCRA, 1998g: 33, para bancos privados.
(*) Valores aproximados, a partir de BCRA, 1998a: 43. Médias anuais, exceto para 1994, cujo dado é de dezembro

TABELA 6
COMPOSIÇÃO DO ATIVO E PASSIVO DOS BANCOS PRIVADOS
NACIONAIS E ESTRANGEIROS
1994 a 1998

Item	1994	1995	1996	1997	1998
Ativo Total (Milhões de Pesos)	48.326	55.154	69.799	90.384	112.674
Composição %:	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Títulos Públicos	3,8	8,9	10,3	10,3	8,7
Empréstimos	70,6	60,9	58,9	53,1	47,0
Outros Créditos por Intermediação Financeira	8,4	17,1	17,4	22,6	33,7
Participação em Outras Sociedades	1,8	1,9	2,2	2,2	1,4
Outros Ativos	15,4	11,2	11,2	11,7	9,2
Passivo Total (Milhões de Pesos) = 100%	48.326	55.154	69.799	90.384	112.674
Composição %:	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Depósitos (a vista e a prazo)	59,0	49,3	50,6	51,2	46,1
Obrigações Interfinanceiras	3,2	2,8	4,3	3,0	2,1
Obrigações Negociáveis	5,1	4,8	4,3	4,1	3,7
Linhas de Empréstimos Internacionais	6,7	8,3	7,2	6,7	6,0
Outras Obrig. por Intermed. Financeira	10,1	18,6	19,3	22,4	31,4
Outros Passivos	2,3	3,5	3,2	2,6	2,3
Patrimônio Líquido	13,6	12,8	11,2	10,0	8,4

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de BCRA, Boletim Monetário y Financiero Jul/Set/1998, p. 33.

TABELA 7
COMPOSIÇÃO E ESTRUTURA DO ATIVO DO SFA
1996 a 1998

SFA	Composição do SFA			Compos. do Ativo do SFA		
	Dez-96	Dez-97	Set-98	Dez-96	Dez-97	Set-98
Total de Instit. Financeiras (US\$ Milhões)	147	139	129	108.342	131.936	160.146
Bancos	121	114	106	98,9%	99,0%	98,9%
Públicos	21	21	18	34,7%	30,5%	28,5%
- Nacionais	3	3	3	17,3%	16,1%	14,2%
- Estaduais	18	18	15	17,4%	15,3%	14,3%
Privados	100	93	88	64,2%	68,5%	70,4%
- Nacionais	61	53	51	24,3%	23,0%	19,2%
- Estrangeiros	39	40	37	39,9%	45,5%	51,2%
Instituições Não Bancárias	26	25	23	1,1%	1,0%	1,1%
Financeiras	18	17	15	1,0%	1,0%	1,0%
Caixas de Crédito	8	8	8	0,1%	0,1%	0,1%
10 Maiores Bancos						
% Ativo / Ativo Total do SFA	-	-	-	32,2%	38,4%	44,7%
% Depósitos / Depósitos Totais do SFA	-	-	-	32,8%	37,5%	42,1%

Fonte: BCRA, 1998. As diferenças entre os totais de ativo e passivo do SFA desta tabela e os que constam das demais tabelas deste trabalho, sendo todos os dados da mesma fonte (BCRA), devem-se a diferenças metodológicas entre os Departamentos do BCRA na apuração dos dados.

TABELA 8
FUNDOS DE INVESTIMENTO, FUNDOS DE PENSÃO E MERCADO DE CAPITALIS
NA ARGENTINA - 1997 a 1998

Discriminação	I. 97	II. 97	III. 97	IV. 97	I. 98	II. 98	III. 98
Fundos de Investimento							
Patrimônio Líquido - US\$ milhões (A)	2.459	3.964	5.772	5.347	5.904	6.185	5.700
Patrimônio Líquido - %	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Renda Variável	9,4%	9,4%	9,0%	9,1%	8,5%	6,7%	5,3%
Renda Fixa	39,1%	40,1%	42,9%	38,1%	33,0%	27,8%	22,6%
Dep. Prazo Fixo	39,1%	35,4%	28,9%	32,8%	38,1%	47,5%	55,4%
Outros	12,3%	15,0%	19,2%	20,0%	20,4%	18,0%	18,8%
Fundos de Pensão							
Patrimônio Líquido - US\$ Milhões (B)	6.074	7.244	8.282	8.741	9.956	9.963	9.959
Patrimônio Líquido - %	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ações	20,6%	22,1%	23,4%	21,7%	23,3%	21,2%	17,6%
Títulos Públicos	49,1%	48,1%	44,5%	41,3%	40,1%	42,9%	47,5%
Dep. Prazo Fixo	14,3%	16,6%	17,8%	24,7%	25,6%	23,3%	21,8%
Outros	16,0%	15,2%	14,3%	12,3%	11,0%	12,7%	13,1%
Mercado Acionário							
Capitaliz. do Merc. - US\$ Milhões (C)	nd	nd	nd	58.983	nd	50.402	nd
Merc. de Títulos de Renda Fixa*							
Capitaliz. do Merc. - US\$ Milhões (D)	nd	nd	nd	46.462	nd	47.426	nd
Memo:							
Ativo Total do SFA - US\$ Milhões (E)	116.262	126.167	130.357	133.139	148.296	163.208	160.708
A / E	2,1%	3,1%	4,4%	4,0%	4,0%	3,8%	3,6%
B / E	5,2%	5,7%	6,4%	6,6%	6,7%	6,1%	6,2%
C / E	nd	nd	nd	44,3%	nd	30,9%	nd
D / E	nd	nd	nd	34,9%	nd	29,1%	nd

Fonte: BCRA, 1998a: 17.

*: Inclui títulos públicos e obrigações negociáveis (privadas).

TABELA 9
DADOS FÍSICOS DO SFA
1994 a 1998 (dados de dezembro de cada ano)

Bancos	NÚMERO DE CONTAS CORRENTES				
	1994	1995	1996	1997	1998
Total (100%)	1.855.487	1.705.519	1.881.900	2.269.292	2.754.725
Bancos Públicos	44%	45%	38%	33%	27%
Nacionais	nd	nd	9%	8%	6%
Provinciais	nd	nd	29%	26%	22%
Bancos Privados	56%	55%	62%	67%	73%
Nacionais	nd	nd	25%	26%	25%
Estrangeiros	nd	nd	36%	41%	48%
Bancos	NÚMERO DE CONTAS DE POUPANÇA				
	1994	1995	1996	1997	1998
Total (100%)	5.891.737	6.061.684	6.691.392	8.639.045	11.111.071
Bancos Públicos	41%	41%	32%	29%	26%
Nacionais	nd	nd	11%	10%	9%
Provinciais	nd	nd	21%	19%	17%
Bancos Privados	59%	58%	68%	71%	74%
Nacionais	nd	nd	29%	30%	30%
Estrangeiros	nd	nd	40%	41%	45%
Bancos	NÚMERO DE DEPÓSITOS A PRAZO FIXO				
	1994	1995	1996	1997	1998
Total (100%)	1.304.926	1.305.141	1.507.393	1.615.116	1.814.635
Bancos Públicos	33%	36%	35%	35%	34%
Nacionais	nd	nd	19%	17%	16%
Provinciais	nd	nd	17%	18%	18%
Bancos Privados	66%	63%	67%	65%	66%
Nacionais	nd	nd	33%	30%	29%
Estrangeiros	nd	nd	34%	35%	37%
Bancos	NÚMERO DE CLIENTES DE EMPRÉSTIMOS				
	1994	1995	1996	1997	1998
Total (100%)	4.996.057	4.496.757	5.204.947	7.554.576	9.016.670
Bancos Públicos	31%	31%	25%	16%	17%
Nacionais	nd	nd	8%	7%	7%
Provinciais	nd	nd	17%	9%	10%
Bancos Privados	63%	65%	75%	84%	83%
Nacionais	nd	nd	41%	38%	41%
Estrangeiros	nd	nd	34%	46%	42%
Bancos	PESSOAL OCUPADO				
	1994	1995	1996	1997	1998
Total (100%)	nd	nd	105.134	103.253	103.289
Bancos Públicos	nd	nd	44%	41%	40%
Nacionais	nd	nd	16%	17%	16%
Provinciais	nd	nd	28%	25%	24%
Bancos Privados	nd	nd	56%	59%	60%
Nacionais	nd	nd	30%	29%	29%
Estrangeiros	nd	nd	26%	29%	31%

Fonte: 1994 e 1995: BCRA, Boletín Monetario y Financiero, Enero-Marzo/97, p. 15.
1996 em diante: BCRA, 1998I

NOTAS

¹ Em especial, nos Estados Unidos, Reino Unido e França e, de forma mais gradual, na Alemanha, Itália e Japão, entre outros.

² Para uma exposição e análise do debate sobre esta questão, vide Fry (1995), Capítulos 1 a 6.

³ Após iniciado o processo de liberalização, o mundo foi submetido a dois "testes" de crise financeira, originada nos países industrializados: o *crash* da Bolsa de Nova York em 1987 e o ataque especulativo ao Sistema Monetário Europeu, em 1992-93. Nos dois casos, o problema e seu possível contágio foram rapidamente contidos por intervenções dos bancos centrais, sem prejuízo importante para os países envolvidos, que retomaram o crescimento econômico já no ano seguinte à crise. O Japão é uma exceção entre os países desenvolvidos, vivendo prolongada fase de estagnação econômica (desde 1992), decorrente, em grande parte, de problemas estruturais no sistema financeiro local. Contudo, embora de natureza financeira, a estagnação no país não pode ser atribuída a problemas decorrentes da liberalização e da securitização. Ao contrário, as dificuldades do sistema financeiro japonês associam-se, predominantemente, à sua estrutura de concentração bancária e (ainda) bastante regulamentada.

⁴ Para uma discussão detalhada deste modelo, vide Fry (1995), Cap. 2 e Studart (1995), Cap. 2.

⁵ "los bancos pueden desarrollar todas las actividades financieras posibles, siempre que no les sean expresamente prohibidas"

⁶ Inicialmente, foi autorizada a captação de depósitos em moeda estrangeira pelos bancos argentinos e limitado a um ano o prazo mínimo para captação de empréstimos externos. Sucessivamente, este prazo foi sendo reduzido, até ser totalmente eliminado, em 1979 (FANELLI & MACHINEA, 1997).

^{6a} Este quadro de desconfiança foi fortemente intensificado pela falência de um grande banco privado em março de 1980. Este episódio marca o início da crise de 1980-82.

^{6b} "[la] capitalización y fortalecimiento del sistema financiero argentino"; "algunas entidades financieras que han sufrido en mayor medida el retiro de depósitos (...) se fusionem com otras entidades más prestigiosas y solventes"

6-c "a) efetuar aportes o prestamos a entidades financieras que estén sujetas a un plan de regularización y saneamiento; b) efetuar aportes o préstamos a entidades financieras que adquirieran activos y asuman a su cargo el pago de los depósitos de outra entidade que esté sujeta a un plan de regularización y saneamiento; c) celebrar, com entidades financieras que participen en la reestructuración de outra, contratos de opción de venta a favor de la entidad adquiriente de los activos transferidos; d) adquirir depósitos de bancos suspendidos."

⁷ O programa de privatização de bancos na Argentina é oficialmente lançado em 1991, mas somente em 1993 ocorre, de fato, a primeira transferência ao setor privado – do Banco Corrientes. Em 1994 são transferidos três bancos à iniciativa privada e, em 1995, mais cinco. A partir de então, o programa é acelerado, sendo privatizados quinze bancos somente em 1996 (BURDISSO, AMATO & MOLINARI, op. cit.: 9).

⁸ Os dez maiores bancos privados em operação na Argentina em setembro de 1998 eram, em ordem decrescente: 1ª) Banca Nazionale del Lavoro S.A.; 2ª) Banco Francês S.A.; 3ª) BankBoston National Association; 4ª) The Chase Manhattan Bank; 5ª) Banco Bansud S.A.; 6ª) Banco Rio de la Plata; 7ª) Citibank N.A.; 8ª) Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.; 9ª) Bank of America Nat. Trust and Saving; 10ª) HSBC Banco Roberts S.A.. Os quatro primeiros, o sétimo, o nono e o décimo têm controle de capital estrangeiro (BCRA, 1998f: 71).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BCRA, 1995. *Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria*. Decreto 445/95, de 28 de Março de 1995. Obtido via Internet, site do BCRA.

BCRA, 1997. *Boletín Monetario y Financiero*, enero-marzo.

BCRA, 1998a. *Informe al Congreso de la Nación*. Vol I e II, Diciembre.

BCRA, 1998b. *Principales Características del Marco Normativo del sistema Financiero Argentino*. Área de Economía y Finanzas, Mayo.

BCRA, 1998c. *Carta Orgánica del BCRA*, (via Internet, site do BCRA), dezembro.

BCRA, 1998d. *Sistema de Seguro de Garantía de los Depositos Bancarios* (via Internet, site do BCRA), dezembro.

BCRA, 1998e. *Ley de Entidades Financieras* (via Internet, site do BCRA), dezembro.

BCRA, 1998f. *Información de Entidades Financieras*. Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, septiembre.

BCRA, 1998g. *Comunicado de Prensa n° 32.794*, 12/11/98, via Internet, site do BCRA..

BCRA, 1998h. *Boletín Monetario y Financiero*, julio-setiembre.

BURDISSO, T., AMATO, L. D', MOLINARI, A. (1998). *Privatización de Bancos en Argentina: el camino hacia una banca más eficiente?* BCRA, Gerencia de Investigación, abril.

CARVALHO, F. J. Cardim de (1997). "Sistema Financeiro Internacional: Tendências e Perspectivas". *Texto para Discussão IE-UFRJ n° 395*, Julho.

CASAS, Juan C. *Um Novo Caminho para a América Latina*. Rio de Janeiro: Record, 1993.

CINTRA, M. A. M. & FREITAS, M. C. P. de. (1998). *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: FAPESP/FUNDAP.

CNV, Comisión Nacional de Valores, 1998. *Revista da CNV*, Julho, via Internet, *site* da CNV.

FANNELLI, J. M. e MACHINEA, J. L. "O Movimento de Capitais na Argentina", in Ffrench-Davis, R e Griffith-Jones, S. *Os Fluxos Financeiros na América Latina*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.

FRY, Maxwell J. (1995). *Money, Interest and Banking in Economic Development* (2th ed.). London: The John Hopkins University Press.

HERMANN, J. (1999). "Estrutura dos Sistemas Financeiros e Modelos de Financiamento de Investimentos: uma análise da experiência brasileira entre 1964-1997". *Textos para Discussão IE/UFRJ*.

_____. (s/d). "O Modelo de Racionamento de Crédito e a Política Monetária Novo-Keynesiana: uma análise crítica". *Revista de Economia Política*, no prelo.

IMF, International Monetary Fund (1998). *International Financial Statistics (IFS)*, december.

LOPETEGUI, G. E. (1996). "Regulación y Supervisión de Liquidez". *BCRA - Nota Técnica N° 3*, Enero (via Internet, *site* do BCRA).

MACHINEA, J. L. "Uma Reflexão a Meio Caminho: dois anos de conversibilidade", in IPEA/CEPAL, *O Plano Real e Outras Experiências de Estabilização*. Brasília: IPEA/CEPAL, 1997.

MCKINNON, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D. C.: Brookings Institute.

RIVAS, C. "Reforma al sistema Financiero y Regulación de Conglomerados Financieros en Argentina". CEPAL, *Série Financiamiento del desarrollo*. Julio, 1997.

SHAW, E. S. (1973). *Financial Deepning in Economic Development*. New York: Oxford University.

STUDART, R. (1995). *Investment Finance in Economic Development*. London and New York: Routledge.