

## **Investimentos estrangeiros nos sistemas financeiros latino-americanos no contexto da globalização: os casos da Argentina, do Brasil e do México**

*Maria Cristina Penido de Freitas\* e Daniela Magalhães Prates\*\**

**Área Especial: *Brasil e América Latina no Capitalismo Contemporâneo* – Sessão Ordinária**

**Abstract:** In the 90's, the context of the renewal of capital flows to Latin America, the foreigner's investments in the local financial markets intensified not only as portfolio investments but as direct stock ownership of the financial enterprises. But, this movement is so far to be homogeneous since there are wide differences in the financial openness degrees and the macroeconomics policies across the countries. For this, we examine the effects of this process on the three Latin-American financial systems – the Brazilian, the Argentinean and Mexican ones – which have attracted the majority of the capital inflows to the region.

**Resumo:** Desde o retorno dos fluxos de capitais voluntários para a América Latina nos anos 1990 ocorreu a intensificação dos investimentos estrangeiros nos mercados financeiros locais, os quais assumiram, notadamente, as formas de fluxos de portfólio e de investimento direto mediante a aquisição de participação acionária nas instituições financeiras domésticas. Argentina, Brasil e México foram os três países que mais absorveram esses fluxos destinados à região. O objetivo desse artigo é analisar efeitos desses investimentos sobre os sistemas financeiros domésticos desses três países latino-americanos, que, longe de ser homogêneos, se diferenciaram em função do grau de abertura financeira e da gestão macroeconômica.

**JEL: F32, F36, 016, 054**

### **Introdução**

No contexto do retorno dos fluxos de capitais voluntários para a América Latina nos anos 90, ocorreu a intensificação dos investimentos estrangeiros nos mercados financeiros locais, os quais assumiram, notadamente, as formas de fluxos de portfólio e de investimento direto mediante a aquisição de participação acionária nas instituições financeiras domésticas.

Brasil, México e Argentina absorveram a maior parte dos fluxos de capitais investidos na região a partir da consolidação da globalização financeira, entendida como um processo de eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração aos mercados globalizados (Chesnais, 1996).

Este artigo analisa os efeitos desses investimentos sobre os sistemas financeiros domésticos desses três países latino-americanos e procura mostrar que esses efeitos não foram homogêneos. Pelo contrário, esses efeitos se diferenciaram em função, sobretudo, de dois fatores – do grau de abertura financeira<sup>1</sup> e da gestão macroeconômica doméstica –, que constituem

---

\* Doutora em ciências econômicas pela Universidade de Paris XIII - França e professora da PUC-SP.

\*\* Professora-doutora do Instituto de Economia da Universidade de Campinas (Unicamp), pesquisadora do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica desse Instituto e pesquisadora do CNPQ.

<sup>1</sup> Esse grau diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico (Akyüz, 1992).

pano de fundo da análise, mas não serão tratados de forma detalhada nesse artigo, que enfatizará os impactos dos fluxos de portfólio e da ampliação da presença estrangeira nos sistemas financeiros domésticos.

A trajetória do processo de liberalização dos investimentos estrangeiros de portfólio estrangeiro, iniciado no final da década de 1980, foi bastante diferenciada na Argentina, no Brasil e no México. O grau de abertura financeira desses três países sofreu importantes modificações após as respectivas crises financeiras (crise mexicana, em dezembro de 1994; crise brasileira, em janeiro de 1999; e crise argentina, em 2001/2002), que resultaram no colapso dos regimes de câmbio administrado (*currency board* na Argentina e bandas cambiais no México e Brasil), que foram substituídos por regimes de flutuação suja. Enquanto na Argentina, onde a abertura financeira era total no período pré-crise, vários controles de capitais foram introduzidos após o colapso do regime de *currency board*, o México e, principalmente, o Brasil, cuja integração financeira com o exterior era menos intensa no período pré-crise, ampliaram o acesso dos não-residentes aos seus respectivos mercados financeiros domésticos (apesar de ainda manterem restrições à conversibilidade interna da moeda nacional nesses dois países<sup>2</sup>).

Os três países também apresentam traços distintos no que se refere ao tratamento legal conferido às instituições estrangeiras. Enquanto na Argentina, essas instituições encontraram um ambiente regulatório mais favorável, pois desde 1997 vigorava o livre acesso ao sistema financeiro, seja para as instituições nacionais, seja para as instituições estrangeiras, no México e no Brasil as condições para o estabelecimento de filiais por não-residentes e para a participação no capital social de bancos locais eram muito restritivas no início da década de 1990. No caso mexicano, as restrições aos bancos estrangeiros foram sendo gradativamente flexibilizadas no caso mexicano a partir de alterações no arcabouço legal submetidas à aprovação do Congresso a partir de 1990 até a completa liberalização em 2005. Já no Brasil, o governo vem, desde 1995, fazendo uso de uma brecha legal na Constituição Federal em vigor para autorizar a ampliação da presença de instituições financeiras estrangeiras no país, sem submeter a matéria à apreciação do legislativo.

Os argumentos serão organizados da seguinte forma: após essa breve introdução, serão examinados as características e os efeitos sobre os mercados financeiros da Argentina, do Brasil e do México dos fluxos de portfólio (seção I) e da expansão dos investimentos diretos estrangeiros sobre os sistemas financeiros nacionais (seção II). As conclusões serão apresentadas na seção III.

---

<sup>2</sup> Esta significa a liberdade dos residentes de deterem divisas e de estabelecerem relações de crédito e débito em (ou denominadas em) moeda estrangeira no mercado financeiro doméstico (Akyüz, 1992).

## **I. Os impactos dos investimentos estrangeiros de portfólio nos mercados financeiros latino-americanos**

Os impactos dos investimentos estrangeiros de portfólio sobre os mercados financeiros latino-americanos foram diferenciados em função dos distintos graus de abertura financeira, das características específicas de cada sistema financeiro, bem como das diferentes opções de gestão macroeconômica dos fluxos.

Os três países latino-americanos analisados absorveram um grande volume de investimentos estrangeiros de portfólio após a implementação dos programas de estabilização com âncora cambial e abertura financeira a partir do final da década de 1980 e início da década de 1990, os quais viabilizaram sua inserção no processo de globalização financeira. Todavia, esses investimentos diferenciaram-se, de forma significativa, em relação ao seu perfil – investimentos em títulos renda fixa *versus* ações. Essas características, moldadas pelo grau de abertura financeira, ao lado da gestão macroeconômica adotada, condicionaram tanto os impactos desses fluxos sobre os respectivos mercados financeiros, cuja análise é o objetivo dessa seção, como a modalidade e intensidade das crises financeiras que eclodiu após a reversão súbita desses fluxos (no México e na Argentina, eclodiram crises gêmeas, ou seja, cambiais e bancárias, enquanto no Brasil a crise se circunscreveu ao mercado de câmbio).

Os investimentos de portfólio implicam riscos financeiros consideráveis para os países periféricos, notadamente riscos de crise bancária e cambial. Contudo, esses riscos guardam uma relação direta com os prazos dos investimentos e suas características. A natureza dos fluxos – sob a forma de investimentos em obrigações de renda fixa ou em ações, de capitais de curto ou de longo prazo – condiciona a capacidade dos mercados financeiros neutralizarem os efeitos de uma súbita reversão dos recursos, associada seja a choques externos (como uma elevação dos juros nos países centrais), seja a mudanças nas expectativas dos investidores em relação à sustentabilidade da situação macroeconômica do país em questão (em função, por exemplo, dos elevados déficits em conta corrente, da fragilidade dos sistemas financeiros e/ou da deterioração crescente das contas públicas, etc.).

No caso da **Argentina**, a avaliação mais precisa dos efeitos desses investimentos sobre o mercado financeiro local tornou-se viável no período mais recente, quando o Fundo Monetário Internacional (FMI), mediante sua publicação *International Financial Statistics* (IFS) passou a divulgar a composição detalhada dos fluxos de capitais de uma ampla amostra de países desenvolvidos e emergentes, inclusive deste país. Isto porque, durante a vigência do Regime de Conversibilidade, o Banco Central da República Argentina (BCRA) não realizava um registro desagregado desses fluxos e, assim, dos investimentos de portfólio no mercado financeiro

interno. Como explicam Fanelli & Machinea (1997), grosso modo, os investimentos de portfólio correspondiam aos fluxos de capitais não especificados, que eram registrados no item “Outros Movimentos” do balanço de pagamentos.

As informações compiladas pelo FMI estão consolidadas na Tabela I.1. Além dos dados anuais, foram calculados os fluxos acumulados para três sub-períodos: de 1991 a 1998, que corresponde à adoção do Plano de Conversibilidade até o ano que precedeu o início do seu *débâcle*; de 1999-2002, período de crise e colapso desse regime; e o período pós-crise (biênio 2003-2004). Esses dados revelam que os investimentos de portfólio em títulos de renda fixa, sobretudo papéis emitidos pelo sistema bancário, predominaram no primeiro sub-período, que correspondeu ao auge do ciclo de liquidez para os países emergentes dos anos 90 (que podemos denominar de primeiro ciclo da globalização financeira). Tanto residentes quanto não-residentes utilizaram estes títulos para internalizar recursos na Argentina e usufruir as elevadas taxas de juros internas vigentes.

Tabela I. 1. Os investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro argentino

| Ano                            | Fluxos (US\$ milhões) |                |                | Estoques (US\$ milhões) |               |               |
|--------------------------------|-----------------------|----------------|----------------|-------------------------|---------------|---------------|
|                                | Total                 | Ações          | Renda fixa     | Total                   | Ações         | Renda fixa    |
| 1991                           | 8.227                 | 0              | 8.227          | 4.158                   | 1.207         | 2.951         |
| 1992                           | 3.155                 | 1.120          | 2.035          | 8.441                   | 1.916         | 6.526         |
| 1993                           | 35.266                | 4.979          | 30.287         | 43.282                  | 10.257        | 33.024        |
| 1994                           | 9.843                 | 3.116          | 6.727          | 42.043                  | 10.102        | 31.941        |
| 1995                           | 4.734                 | 1.090          | 3.643          | 50.327                  | 11.597        | 38.730        |
| 1996                           | 12.098                | 990            | 11.108         | 66.863                  | 13.730        | 53.132        |
| 1997                           | 11.666                | 1.391          | 10.276         | 82.209                  | 19.070        | 63.140        |
| 1998                           | 10.693                | -210           | 10.903         | 86.298                  | 14.297        | 72.001        |
| <b>1991-1998<sup>(1)</sup></b> | <b>95.682</b>         | <b>12.478</b>  | <b>83.205</b>  | <b>86.298</b>           | <b>14.297</b> | <b>72.001</b> |
| 1999                           | -4.780                | -10.773        | 5.993          | 83.187                  | 8.389         | 74.798        |
| 2000                           | -1.331                | -3.227         | 1.896          | 78.437                  | 3.636         | 74.802        |
| 2001                           | -9.715                | 31             | -9.746         | 34.265                  | 2.206         | 32.059        |
| 2002                           | -5.117                | -116           | -5.001         | 21.794                  | 862           | 20.932        |
| <b>1999-2002<sup>(1)</sup></b> | <b>-20.943</b>        | <b>-14.085</b> | <b>-6.859</b>  | <b>21.794</b>           | <b>862</b>    | <b>20.932</b> |
| 2003                           | -7.663                | 65             | -7.728         | 30.456                  | 2.127         | 28.329        |
| 2004                           | -9.358                | -86            | -9.272         | 36.200                  | 2.371         | 33.829        |
| <b>2003-2004<sup>(1)</sup></b> | <b>-17.021</b>        | <b>-21</b>     | <b>-17.000</b> | <b>36.200</b>           | <b>2.371</b>  | <b>33.829</b> |

Fonte: *International Financial Statistics*, CD-rom.

Notas: (1) Fluxos acumulados no ano e, para os dados de estoque, valor do final de período.

Os fluxos de portfólio em renda fixa, absorvidos, em grande parte, pelo sistema bancário, tiveram um papel fundamental no processo de remonetização e na recuperação do nível de intermediação financeira interna. Dado o regime de *currency board* vigente a partir do Plano de Conversibilidade, o efeito de um aumento das reservas de divisas é a expansão da oferta monetária e, conseqüentemente, da capacidade de empréstimo do sistema bancário (Blejer & Rozenwurcel, 1997). Assim, o êxito do Plano de Conversibilidade dependeu, em grande medida, das novas condições vigentes nos mercados financeiros internacionais a partir do final da década

de 80, sintetizadas na seção I, bem como da redução da taxa de juros dos Estados Unidos no início dos anos 90. Essas condições, ao lado deste fator externo conjuntural foram os principais determinantes do retorno dos fluxos de capitais voluntários para a América Latina e do êxito deste Plano e dos demais programas de estabilização com âncora cambial adotados na América Latina.

A recuperação da demanda de ativos financeiros e do grau de monetização iniciou-se em 1991, após a adoção do Plano de Conversibilidade e inversão na direção dos fluxos de capitais (ver Tabela I.2). Uma característica central deste processo, que o diferenciou dos programas similares adotados no passado, foi a predominância dos depósitos em moeda estrangeira (Machinea, 1996). A participação dos depósitos em dólares sobre o total dos depósitos do sistema financeiro local atingiu 54% em 1995, contra apenas 10% em 1988. Considerando somente os depósitos a prazo, a participação do segmento dolarizado foi ainda maior. Entretanto, o grau de monetização da economia argentina, além de não ter retornado aos níveis vigentes antes do processo inflacionário crônico dos anos 80, permaneceu reduzido em relação ao existente nos países desenvolvidos e mesmo em outros países em desenvolvimento no período de auge do Plano (Machinea, 1996). Assim, a queda da inflação e a adoção da conversibilidade monetária não resultaram numa recuperação substancial da demanda de moeda doméstica, mas, pelo contrário, provocaram um aprofundamento da dolarização.

Tabela I. 2. Os agregados monetários da economia argentina

|                                 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| M1 em % PIB                     | 2,1  | 4,3  | 5,2  | 6,0  | 6,1  | 6,7  | 7,7  |
| M2 em % PIB                     | 3,8  | 7,4  | 9,5  | 11,8 | 11,9 | 11,1 | 13,0 |
| M2 <sup>(1)</sup> em % PIB      | 5,0  | 11,1 | 14,4 | 19,0 | 20,0 | 19,5 | 23,1 |
| Depósitos em US\$/Total         | 28,0 | 45,0 | 45,0 | 47,0 | 51,0 | 54,0 | 53,9 |
| Depósitos a prazo em US\$/Total | 30,0 | 54,0 | 54,0 | 58,0 | 65,3 | 71,9 | 72,3 |

Fontes: BCRA (Fanelli & Machinea, 1997), *Carta Econômica* (Mayer, 1997a) e *Carta Econômica* (Ferrari, 1998).

(1) Inclui os depósitos em dólares.

Ademais, a expansão do segmento dolarizado não foi acompanhada por um alongamento dos prazos dos depósitos, que continuaram concentrados em 30 dias. Dado o maior *funding* em moeda estrangeira, os créditos em dólares predominaram. Esses créditos foram canalizados, em grande parte, para atividades produtivas voltadas para o mercado interno e para o financiamento de bens de consumo duráveis (Blejer & Rozenwurcel, 1997). Dessa forma, a vulnerabilidade do sistema financeiro argentino à reversão dos fluxos de capitais, intrínseca ao regime de conversibilidade, foi agravada pela liquidez dos depósitos em dólares (e pesos) e pela concentração dos empréstimos em setores *non-tradables*, que ampliaram a exposição das carteiras dos bancos às desvalorizações cambiais (Fanelli & Machinea, 1997). Vale lembrar que a inexistência de prestamista em última instância acentuou ainda mais essa vulnerabilidade, que

se explicitou, pela primeira vez, com a crise do México de dezembro de 1994. A saída de capitais provocada pelo “efeito tequila” resultou numa grave crise bancária no primeiro semestre de 1995 e numa intensa recessão econômica.<sup>3</sup>

É importante mencionar, igualmente, que a gestão macroeconômica subjacente ao regime de conversibilidade interna envolveu um grau significativo de receptividade aos fluxos de capitais, uma vez que a entrada de capitais não influenciou nas políticas cambial e monetária – e, portanto, não se traduz num aumento da dívida pública –, mas na expansão dos depósitos em dólares nos bancos, que estimulou, por sua vez, a demanda e a atividade econômica internas.

A saída dos investimentos de portfólio iniciou-se em 1999 no caso do mercado acionário e em 2001 no de renda fixa e somou US\$ 20 bilhões no período 1999-2001. A retração desses investimentos e das demais modalidades de fluxos de capitais (empréstimos diretos e securitizados), somada aos demais choques externos que atingiram a Argentina no biênio 1998-1999<sup>4</sup>, implicaram uma deterioração crescente da sua situação externa, explicitando cada vez mais a insustentabilidade do modelo. Dada a lógica do regime de *currency board* vigente, esta retração provocou uma brutal contração da liquidez interna que, induziu, por sua vez, um processo recessivo e deflacionário na economia argentina (Fanelli, 2002 e Cintra & Farhi, 2002)<sup>5</sup>.

Finalmente, vale tecer breves comentários sobre o comportamento dos investimentos de portfólio após o colapso final deste regime, em 2002. De acordo com os dados disponíveis, no biênio de 2003-2004 o ingresso líquido desses investimentos nos dois segmentos do mercado financeiro argentino (acionário e renda fixa) continuou negativo. Certamente, a moratória da dívida externa contribuiu para esse resultado. Todavia, dado o contexto de elevado apetite por risco e de “*search for yield*” em âmbito internacional vigente no período, é possível que os controles de capitais impostos após a crise tenham contribuído para desestimular este ingresso.

No **México**, os investimentos estrangeiros de portfólio representaram mais de 60% dos fluxos de capitais absorvidos pelo País no período que precedeu a crise cambial de dezembro de 1994 (1990/94). Esses fluxos direcionaram-se, essencialmente, para aplicações em ações e papéis do governo mexicano (Tabela I.3). As aplicações no sistema bancário, como depósitos a prazo e certificados bancários denominados em moeda estrangeira, não foram significativas. O segmento do mercado financeiro mexicano mais afetado pela abertura financeira foi o mercado de títulos públicos. Em relação ao mercado acionário, os impactos dos investimentos

---

<sup>3</sup> Sobre a crise bancária argentina em 1995, ver Blejer & Rozenwurcel (1997) e Machinea (1996).

<sup>4</sup> Segundo Fanelli (2002), os principais choques que afetaram a balança comercial argentina foram: a desvalorização do Real; a queda dos preços das exportações; a apreciação do dólar em relação ao euro e a deterioração dos termos de troca.

<sup>5</sup> Sobre a insustentabilidade do modelo argentino, ver Cintra & Farhi (2002).

estrangeiros de portfólio foram menos significativos, pois a maior parte das ações foi adquirida mediante *ADR*. Houve, assim, um vazamento da liquidez para as bolsas de valores norte-americanas, principalmente para a Bolsa de Nova Iorque.<sup>6</sup>

Tabela I. 3. Os investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro mexicano

| Anos | Títulos públicos - Estoque em US\$ bilhões |         |       |        |           |        |             |        |                            |         |       |
|------|--|---------|-------|--------|-----------|--------|-------------|--------|----------------------------|---------|-------|
|      | <i>Cetes</i>                               |         | Bônus |        | Tesobonos |        | Ajustabonos |        | <i>Bonos de desarrollo</i> |         | Total |
|      | Valor                                      | % Total | Valor | %Total | Valor     | %Total | Valor       | %Total | Valor                      | % Total | Total |
| 1991 | 3,0  | 54,0    | n.d   | n.d    | 0,3       | 4,7    | n.d         | n.d    | n.e                        | n.e     | 5,5   |
| 1992 | 9,2  | 64,3    | n.d   | n.d    | 0,2       | 1,4    | n.d         | n.d    | n.e                        | n.e     | 14,2  |
| 1993 | 15,4                                       | 70,2    | n.d   | n.d    | 1,3       | 5,9    | n.d         | n.d    | n.e                        | n.e     | 21,9  |
| 1994 | 2,5  | 12,3    | *     | 0,1    | 17,4      | 85,0   | 0,5         | 2,6    | n.e                        | n.e     | 20,5  |
| 1995 | 2,8  | 82,0    | 0,1   | 3,3    | 0,2       | 5,6    | 0,3         | 9,1    | n.e                        | n.e     | 3,4   |
| 1996 | 3,0  | 89,2    | 0,3   | 9,6    | 0,0       | 0,0    | *           | 1,1    | n.e                        | n.e     | 3,4   |
| 1997 | 3,0  | 90,3    | 0,3   | 7,7    | 0,0       | 0,0    | *           | 0,0    | n.e                        | n.e     | 3,3   |
| 1998 | 2,1  | 91,5    | 0,2   | 0,1    | 0,0       | 0,0    | *           | 0,0    | n.e                        | n.e     | 2,3   |
| 1999 | 1,0  | 88,7    | 0,1   | 9,5    | 0,0       | 0,0    | *           | 0,0    | n.e                        | n.e     | 1,1   |
| 2000 | 0,7  | 72,0    | 0,1   | 9,7    | 0,0       | 0,0    | 0,0         | 0,0    | 0,2                        | 1,1     | 0,9   |
| 2001 | 0,7  | 37,2    | 0,0   | 0,9    | 0,0       | 0,0    | 0,0         | 0,0    | 0,9                        | 52,4    | 1,8   |
| 2002 | 0,3  | 17,4    | 0,1   | 3,3    | 0,0       | 0,0    | 0,0         | 0,0    | 1,1                        | 70,9    | 3,1   |
| 2003 | 0,4  | 18,0    | 0,5   | 21,9   | 0,0       | 0,0    | 0,0         | 0,0    | 1,2                        | 57,5    | 2,1   |
| 2004 | 0,6  | 9,1     | 0,0   | 0,3    | 0,0       | 0,0    | 0,0         | 0,0    | 6,1                        | 87,2    | 7,0   |
| 2005 | 0,3  | 3,2     | 0,2   | 2,3    | 0,0       | 0,0    | 0,0         | 0,0    | 8,8                        | 87,2    | 10,1  |

Fonte: Banco do Mexico, *Informe Anual*, 1998 e 2005.

O volume expressivo de aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos constitui a principal especificidade do México, vis-à-vis os outros países analisados, tanto no período pré-crise, como no pós-crise. No período 1990/94, essas aplicações corresponderam a 55% do total dos fluxos de portfólio estrangeiros. Entre 1991 e 1993, os não-residentes absorveram a maior parte das novas emissões de títulos públicos, sobretudo as de curto prazo. Sua participação no estoque da dívida pública mexicana passou de 8% no final de 1990 para 57% no final de 1993 (Griffith-Jones, 1996).<sup>7</sup>

Em 1994, houve uma mudança significativa na composição da dívida pública detida pelos investidores estrangeiros. Os *Cetes*, títulos denominados em peso, foram substituídos progressivamente pelos *Tesobonos*, títulos de curtíssimo prazo indexados ao dólar (ver Tabela I.3). Após fevereiro desse ano, devido ao aumento da taxa de juros norte-americana e do risco cambial – associado à trajetória crescente do déficit em conta corrente – o prêmio exigido pelos

<sup>6</sup> No caso do México, e também da Argentina, a evasão dos negócios das bolsas de valores locais foi impulsionada pela utilização dos programas de *ADR* e *GDR* nos processos de privatização. Esses programas tinham como objetivo reduzir a possibilidade de saturação dos títulos no mercado local, dado o volume de ações envolvido relativamente à dimensão das bolsas de valores locais (CEPAL, 1994).

<sup>7</sup> O prazo médio das aplicações dos não-residentes em 1993 era de 280 dias, contra 350 dias dos residentes (Griffith-Jones, 1996).

investidores estrangeiros para manterem suas posições em *Cetes* cresceu substancialmente. Para evitar a elevação significativa do custo de rolagem da dívida pública assim como a saída de capitais, o governo mexicano passou a oferecer *Tesobonus* aos investidores não-residentes. Em consequência, em meados de 1994, estes investidores detinham 80% do estoque desses títulos fora do sistema bancário (Goldestein & Turner, 1996).

A experiência mexicana ilustra os efeitos negativos da abertura do mercado de títulos públicos aos investidores estrangeiros, principalmente quando estes são de curto prazo e denominados em moeda estrangeira. O mercado de *Tesobonus* foi um dos principais focos da crise cambial de 1994.<sup>8</sup> A dimensão do estoque destes títulos em poder de não-residentes, que superava as reservas internacionais, aumentou a vulnerabilidade do balanço de pagamentos e das contas públicas a uma possível reversão dos fluxos de capitais. Diante da crescente desconfiança em relação à capacidade do governo mexicano de honrar o pagamento destes títulos, os investidores estrangeiros passaram a vender suas posições. Como o nível de reservas era reduzido diante da dimensão da fuga de capitais, o Banco Central Mexicano não conseguiu conter a crise cambial e foi obrigado a optar pela flutuação do câmbio. Ademais, o setor público deparou com a necessidade de refinanciar um estoque elevado de dívidas de curto prazo denominadas em dólares (US\$ 9,9 bilhões venciam no primeiro trimestre de 1995), cujo valor em moeda nacional foi ampliado devido à desvalorização cambial.

Cabe ressaltar que parte significativa do aumento da dívida pública esteve associada à política monetária de esterilização parcial do ingresso de recursos externos. Ao evitar a queda da taxa de juros doméstica, essa política acabava, por sua vez, estimulando os fluxos de capitais<sup>9</sup> (Razú, 1994). No entanto, como a dívida pública estava sendo adquirida por não-residentes, a política de esterilização não foi eficaz em reduzir a vulnerabilidade da economia e do sistema financeiro aos fluxos de capitais. Pelo contrário, essa estratégia acentuou a fragilidade externa da economia mexicana.

Após a crise cambial, os investimentos estrangeiros de portfólio no mercado de títulos públicos retraíram-se significativamente. O estoque de títulos detidos por não-residentes, que atingiu o valor de US\$ 20 bilhões em 1994, diminuiu de forma contínua entre 1995 e 2000. Contudo, a partir do ano de 2001, o ingresso de recursos externos nesse mercado retomou uma trajetória crescente. Com isso, este estoque chegou a US\$ 10,1 bilhões em 2005. Nessa

---

<sup>8</sup> O segundo foco da crise foi o sistema bancário, pois os bancos tinham um estoque elevado de passivos em moeda estrangeira de curto prazo, sendo que uma parcela desses passivos tinha *Tesobonus* como colaterais. Para maiores detalhes sobre a crise bancária mexicana, ver Griffith-Jones (1996).

<sup>9</sup> Além da política de esterilização, outras medidas foram acionadas para neutralizar parcialmente o impacto monetário dos fluxos, entre as quais flexibilização da política cambial, com a adoção de um regime de bandas cambiais em 1991. Os superávits fiscais também cumpriram um papel importante na esterilização dos recursos externos (Gurria, 1997).



retomada, o principal título adquirido pelos investidores estrangeiros foi uma nova modalidade instituída em janeiro de 2000, os *Bonos de Desarrollo*, títulos denominados em peso com um prazo maior de maturação e, assim, mais rentáveis do que os Cetes (títulos de curto prazo denominados em peso) (Banco do México, 2005).

Como ressalta o FMI (IMF, 2005), o governo mexicano – assim como os governos de outros países latino-americanos, como Chile e Brasil – aproveitaram o contexto de excesso de liquidez internacional vigente no período 2003-2005 para trocar dívida externa, denominada em moeda estrangeira, por dívida interna, denominada em moeda doméstica. A recompra antecipada de dívida externa soberana no mercado financeiro internacional foi acompanhada pelo crescimento dos investimentos estrangeiros no mercado de dívida pública interno, estimulados pela rentabilidade elevada dos *Bonos de Desarrollo*.

No **Brasil**, no período pré-crise cambial (1990-1998), quase a totalidade dos investimentos estrangeiros de portfólio direcionaram-se para a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a maior bolsa de valores do país. A captação de recursos externos mediante o Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro (FRFCE) foi pouco significativa, já que esse fundo (instituído em 1993<sup>10</sup>) captou um volume mais expressivo de recursos somente nos momentos de elevado diferencial de juros, os quais foram aplicados, principalmente, em títulos públicos indexados à taxa de câmbio, semelhantes aos Tesobonos mexicanos. Os investimentos mediante as chamadas contas CC-5 (contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante, extintas em 2005<sup>11</sup>) também foram canalizados, predominantemente, para estes ativos.

Assim, nos anos 1990, os efeitos da abertura financeira concentraram-se no mercado secundário de ações. Ao contrário do México, os investimentos de portfólio no mercado acionário local foram, até 1996, mais expressivos que as aplicações em ADRs. Esta especificidade pode ser explicada pela dimensão do mercado brasileiro, que apresentava uma maior capitalização e, conseqüentemente, uma maior liquidez que o mercado mexicano. Adicionalmente, no Brasil o processo de privatização não envolveu um volume tão expressivo de *Depository Receipts* como no México. Todavia, no período 1997-2002, as aplicações em ADRs superaram aquelas na Bovespa, provavelmente em função do maior risco cambial vigente nesse

---

<sup>10</sup> O FRFCE, os demais fundos existentes e os anexos (I, II, III e IV) foram extintos pela Resolução n. 2.689 de 26/01/2000, que instituiu uma nova modalidade de investimento no mercado financeiro, pela qual os investidores não-residentes têm acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes, inclusive ao mercado de derivativos financeiros, até então fechado a esses investidores. Essa medida resultou numa ampliação significativa do grau de abertura financeira da economia brasileira, que teve impactos sobre a dinâmica dos investimentos estrangeiros de portfólio no contexto pós-crise, como destacado a seguir.

<sup>11</sup> A CC-5 foi extinta em março de 2005 pela Resolução 3.265 de 4/03/2005, que unificou os mercados de câmbio livre e flutuante.

período devido à escassez de liquidez internacional para os países emergentes – já que esse risco não incide sobre as transações com ADRs realizadas nas bolsas de valores americanas, que não resultaram em ingresso de divisas no país.

O crescimento da participação estrangeira no total negociado na BOVESPA foi acompanhado pela ampliação contínua dos volumes negociados e da capitalização do mercado (ver Tabela I.4). Vale mencionar que o aumento de mais de 100% do volume de negócios entre 1996 e 1997 esteve associado às privatizações da Vale do Rio Doce e de várias empresas de energia elétrica estaduais. Os negócios também foram estimulados pelo avanço do processo de privatização dos Sistemas TELEBRÁS e ELETROBRÁS, com o início dos estudos de avaliação e modelagem da venda e a montagem das agências de regulação para os setores de telecomunicações, energia elétrica e petróleo (ANATEL, ANEEL e ANP, respectivamente).

Tabela I.4. Os investimentos de portfólio no mercado financeiro brasileiro

|               | <b>Estoque</b><br>US\$ bilhões | <b>Ações</b><br>% total | <b>Taxa fixa</b><br>% total | <b>Debêntures</b><br>% total | <b>Outros</b><br>% total |
|---------------|--------------------------------|-------------------------|-----------------------------|------------------------------|--------------------------|
| <i>dez/95</i> | 18,6                           | 89,5%                   | 0,0%                        | 5,5%                         | 5,0%                     |
| <i>dez/96</i> | 28,2                           | 91,9%                   | 0,0%                        | 5,7%                         | 3,3%                     |
| <i>dez/97</i> | 35,8                           | 96,5%                   | 0,0%                        | 2,1%                         | 1,4%                     |
| <i>dez/98</i> | 17,4                           | 94,8%                   | 0,0%                        | 1,0%                         | 4,2%                     |
| <i>dez/99</i> | 23,1                           | 98,9%                   | 0,0%                        | 0,8%                         | 0,1%                     |
| <i>dez/00</i> | 18,5                           | 91,9%                   | 7,0%                        | 0,9%                         | 0,1%                     |
| <i>dez/01</i> | 15,5                           | 88,5%                   | 9,3%                        | 0,7%                         | 1,5%                     |
| <i>dez/02</i> | 10,4                           | 74,7%                   | 21,5%                       | 1,2%                         | 2,6%                     |
| <i>dez/03</i> | 20,1                           | 86,8%                   | 11,6%                       | 0,7%                         | 0,9%                     |
| <i>dez/04</i> | 29,0                           | 90,1%                   | 8,3%                        | 0,2%                         | 1,4%                     |
| <i>dez/05</i> | 53,4                           | 91,0%                   | 6,8%                        | 0,2%                         | 1,9%                     |

Fonte: CVM, Informativo *Mensal*, vários números

A abertura financeira, no entanto, não contribuiu para a redução do grau de concentração do mercado secundário e para a dinamização do mercado primário de ações na década de 1990. Isso porque, as aplicações dos investidores estrangeiros concentraram-se em ações de empresas estatais em processo de privatização, sobretudo da TELEBRÁS, diante das perspectivas de valorização após a privatização. Sendo assim, o valor de mercado e a liquidez das ações das empresas privadas continuaram em patamares reduzidos, o que desestimulou a demanda dos investidores e as novas emissões. Assim, foi criado um círculo vicioso. O volume pouco expressivo de emissões primárias implicou uma redução da participação relativa das ações dessas empresas no mercado secundário, reforçando a concentração das negociações nos papéis mais líquidos (Prates, 1997).

Apesar dos investimentos de portfólio em ações (aplicações de renda variável) serem menos voláteis que as aplicações em renda fixa, devido ao maior risco de perda de capital, esses investimentos também implicam riscos financeiros para os países periféricos. Dada a grande dimensão dos fluxos de capitais vis-à-vis o tamanho dos mercados acionários, os movimentos de

realocação dos portfólios dos investidores estrangeiros têm fortes impactos sobre os preços das ações, que passam a apresentar uma maior volatilidade (Akyüz, 1992 e Devlin et al. 1995). Os efeitos perversos destes movimentos sobre o mercado acionário brasileiro tornaram-se evidentes durante as crises mexicana, asiática e a própria crise cambial brasileira. Nos três momentos as cotações registraram fortes desvalorizações como consequência da venda de posições por parte dos investidores estrangeiros para cobrir perdas em outros mercados emergentes e/ou aumentar o caixa para fazer frente aos resgates dos cotistas.

No contexto pós-crise, os investimentos estrangeiros de portfólio retornaram ao país a partir de 2003, quando emerge uma nova fase de excesso de liquidez internacional para os países emergentes. As aquisições de ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) apresentaram uma recuperação significativa e persistente, que se intensifica em 2005 e 2006. Nesses anos, além do “*rally*” praticamente generalizado nos mercados acionários dos países centrais e emergentes, tanto da Ásia quanto da América Latina e Oriente Médio, esses investimentos foram atraídos pelas perspectivas de lucro com as ações negociadas no mercado doméstico (principalmente das empresas produtoras de commodities, como siderúrgicas e mineradoras) e com a apreciação da taxa de câmbio.

Esses investimentos direcionaram-se para o mercado secundário – a participação dos investidores estrangeiros na Bovespa atingiu um recorde histórico em maio de 2006, de 40% –, bem como para o mercado primário (que absorveu, em média, 70% das emissões primárias realizadas em 2006), padrão diferente do observado durante o ciclo de liquidez dos anos 1990, quando praticamente a totalidade das aplicações foi canalizada para a Bolsa de Valores. Ademais, ao contrário do período 1998-2002, os investimentos de portfólio em ações no país superaram as aplicações em ADRs. Mais uma vez, é importante destacar a questão do risco cambial: após 2003, com o retorno dos fluxos de capitais para os países emergentes e a tendência de apreciação do real (associada, igualmente, à política monetária excessivamente restritiva vigente), os investidores estrangeiros buscaram usufruir dos ganhos de capital decorrentes dessa tendência mediante aplicações no mercado acionário doméstico. Todavia, a concentração das transações no mercado secundário de ações continuou caracterizando essas aplicações, mesmo após a conclusão do processo de privatização.

Além da dinamização do mercado primário de ações, é importante mencionar duas características distintivas (em relação ao período pré-crise), dos investimentos estrangeiros de portfólio para o mercado financeiro brasileiro. Em primeiro lugar, o intenso crescimento das aplicações de não-residentes em títulos de renda fixa emitidos pelo governo brasileiro, em 2006, quando essas aplicações atingiram US\$ 11 bilhões em termos líquidos (enquanto em 2005

somaram somente US\$ 689 milhões). Com a edição da Medida Provisória (MP) n. 281 de 15/02/2006, que concedeu incentivos tributários aos investidores estrangeiros<sup>12</sup>, essa modalidade de investimento de portfólio apresentou uma recuperação significativa e praticamente instantânea (até então, os fluxos líquidos eram praticamente nulos). Ou seja, essa medida revelou-se eficaz na atração dessas aplicações, no contexto de elevado apetite por risco pelos investidores estrangeiros e persistência de um diferencial ainda muito expressivo entre os juros internos e externos. Segundo declarações oficiais, o objetivo do governo com essa MP seria estimular o aprofundamento do mercado de dívida pública interna, o alongamento dos prazos dos títulos e, assim, a formação de uma curva de rendimentos (*yield curve*) no país.

Em segundo lugar, o surgimento de uma nova modalidade de investimento estrangeiro de portfólio, que tem a especificidade de não ser captada pela contabilidade do balanço de pagamentos, qual seja: as aplicações de não-residentes nos mercados de derivativos domésticos, permitida pela já mencionada Resolução n. 2.698, instituída na gestão Armínio Fraga Neto na presidência do Banco Central. O crescimento vertiginoso dessas aplicações – estimulado pelo anômalo diferencial entre os juros externos e internos num contexto de ampla liquidez internacional e quedas sucessivas do risco-Brasil – foi decisivo no movimento de apreciação do real no triênio 2004-2006 (já que os movimentos nos mercados futuros se transmitem ao mercado à vista devido às operações de arbitragem). Finalmente, vale destacar que o contexto de abertura financeira praticamente total, como o vigente na economia brasileira após 2000, somado à existência de mercados de derivativos financeiros amplos e profundos, tornou a gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil especialmente complexa, já que as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio revelam-se praticamente inócuas no sentido de deter as pressões em prol da apreciação do real.

### **III. A ampliação dos investimentos diretos estrangeiros nos sistemas financeiros**

Os mercados financeiros dos países da América Latina atraíram também, ao longo dos anos 90, investimentos diretos estrangeiros que assumiram as formas de participações acionárias em intermediários financeiros locais e de instalação de novas sucursais ou subsidiárias de controle integral de instituições financeiras estrangeiras. A intensificação das pressões concorrenciais nos mercados nacionais dos países centrais estimulou os bancos e outros tipos de intermediários financeiros a buscarem novos espaços de valorização. Numa estratégia de

---

<sup>12</sup> Essa medida provisória instituiu sobre as aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos e em fundos de capital de risco uma tabela cuja alíquota do Imposto de Renda é inversamente proporcional ao prazo das aplicações, chegando a zero para aquelas de prazo igual ou superior a dois anos. Os benefícios são restritos aos investidores estrangeiros fiscalmente domiciliados em países em que a tributação sobre ganhos financeiros não seja inferior a 20%.

fortalecimento de uma posição global e de diversificação das atividades nos mercados locais dos países anfitriões, as instituições financeiras escolheram a diversificação geográfica de suas atividades pela instalação de filiais e/ou subsidiárias em países estrangeiros.

Esse movimento foi viabilizado pela abolição ou flexibilização das restrições existentes em diversos países à instalação de filiais e de sucursais no mercado doméstico por instituições estrangeiras, à participação de não-residentes no capital social das instituições nacionais e às atividades dos intermediários financeiros estrangeiros nos mercados locais. Essas medidas de liberalização vis-à-vis o tratamento conferido às instituições financeiras estrangeiras foram adotadas tanto pelos países industrializados como pelos países periféricos (Freitas, 1998).

As iniciativas de flexibilização das condições de entrada e de funcionamento dos bancos estrangeiros foram fortemente recomendadas aos governos dos países em desenvolvimento pelos representantes dos organismos multilaterais como o FMI e o Banco Mundial. Na visão desses organismos oficiais, a maior participação do capital estrangeiro nos sistemas bancários locais contribuiria para fortalecer a capacidade desses sistemas em suportar os choques macroeconômicos. Isto porque os prejuízos das subsidiárias locais dos bancos estrangeiros não se traduziriam em falências. Ademais, pela introdução de uma “maior concorrência”, esperava-se do capital financeiro estrangeiro a resolução das principais insuficiências dos mercados financeiros locais, como as margens e os custos operacionais muito elevados em comparação com as referências internacionais, a concentração elevada dos riscos e a existência de mercados de capitais estreitos.<sup>13</sup>

Entre 1990 e 2003, a América Latina foi a região que mais atraiu os investimentos diretos estrangeiros nos sistemas financeiros locais: 56% dos fluxos de IED destinados aos países emergentes (CGFS, 2004:5). Dentre os fatores que explicam o movimento recente de entrada de importantes grupos financeiros estrangeiros, em particular europeus, na América Latina se destacam a estabilização sustentada das economias latino-americanas, as perspectivas de numerosos negócios rentáveis e a predominância de competidores locais relativamente mais fracos. Os países de língua espanhola foram os primeiros alvos dos investimentos diretos de instituições financeiras estrangeiras. Na segunda metade dos anos 90, a hora e vez do mercado financeiro brasileiro, bastante cobiçado por ser fonte de lucros expressivos para os bancos estrangeiros aqui já instalados.

Como mostram estudos recentes do BIS, o resultado do movimento recente da internacionalização bancária sugere uma tendência de importância crescente das instituições

---

<sup>13</sup> Essas teses estão longe de ser consensuais. Porém, escapa ao objetivo desse artigo discuti-las em uma perspectiva crítica. Sobre alguns desses pontos, ver Freitas (1999).

estrangeiras financeiras nos mercados financeiros locais dos países em desenvolvimento (Hawkins, Mihaljek et al., 2001; Domaskim 2005; Turner et al., 2006). Todavia, como veremos a seguir, no caso dos três países latino-americanos analisados, o ritmo da ampliação da presença estrangeira variou de forma expressiva de um país a outro.

Nesta seção, examina-se a expansão recente da presença das instituições bancárias estrangeiras na Argentina, Brasil e México. Inicialmente, serão analisadas as estratégias de expansão adotadas pelos bancos estrangeiros nesses três países latino-americanos e as reações dos bancos nacionais à entrada de novos concorrentes, sobretudo ao Brasil onde as instituições locais eram maiores do que seus congêneres argentinos e mexicanos. Na sequência, procura-se avaliar quantitativamente a presença estrangeiras nesses três importantes mercados bancários latino-americanos.

## **II. 1. As estratégias de expansão dos bancos estrangeiros**

Com o propósito de diversificar suas atividades no estrangeiro, os bancos seguem diversas estratégias de expansão, adaptando-as ao quadro regulatório e legal do país anfitrião. Para os recém-chegados, a opção reside em escolher entre a instalação de uma sucursal ou uma subsidiária local com controle integral e a aquisição de participação acionária em uma instituição nacional. Já as preferências dos bancos estrangeiros já instalados recaem, seja no crescimento gradual mediante a construção de uma ampla rede de agências e pela expansão da sua base de negócios, seja em uma agressiva política de compra de fatias de mercado pela absorção dos concorrentes. Essa tipologia pode ser aplicada na análise da expansão da presença das instituições bancárias estrangeiras na América Latina nos anos 90.

No **Brasil**, algumas instituições estrangeiras optaram pela aquisição do controle acionário dos bancos locais, enquanto outras preferiram instalar sucursal ou de subsidiária (Tabela II.1). No primeiro caso, se incluem o HSBC e o espanhol BBVA que adquiriram bancos em situação falimentar. E no segundo, o suíço UBS, que instalou subsidiária de controle integral, e o holandês Rabobank que abriu uma sucursal. Para assumir o controle acionário do Bamerindus em 1997, à época o quarto maior banco privado brasileiro, o HSBC contou com recursos do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (Proer)<sup>14</sup>.

No **México**, os bancos estrangeiros aproveitaram as medidas de flexibilização das condições de acesso após a grave crise financeira de 1995, adquirindo participações no capital social das instituições locais, colocadas sob controle do organismo de supervisão, a Comissão Nacional Bancária e de Valores (CNBV), e/ou financiadas pelo “Fobaproa”, o fundo de garantia

---

<sup>14</sup> O Proer foi instituído em 31 de novembro de 1995 como mecanismo de financiamento da absorção de bancos privados em dificuldade.

dos depósitos bancários. Para isto, certos bancos receberam vantagens e garantias, como foi o caso do HSBC que assumiu 20% do capital do banco Serfin (Matinez-Díaz, 2005: 19).

Tabela II. 1 - Os principais participantes da internacionalização bancária no Brasil e no México

| País anfitrião | Instituição Financeira                        | País de origem | Forma de entrada   |
|----------------|---|----------------|--|
| <b>Brasil</b>  | Hong Kong Shanghai Banking Corporation (HSBC) | Reino Unido    | Aquisição dos ativos do Banco Bamerindus, o qual estava em situação falimentar |
|                | Groupe Crédit Suisse                          | Suíça          | Aquisição do Banco de Investimento Garantia                                    |
|                | Nations Bank                                  | Estados Unidos | Aquisição de 51% do capital do Banco Liberal                                   |
|                | United Bank of Switzerland                    | Suíça          | Instalação de subsidiária de controle integral                                 |
|                | Banco Bilbao Viscaya (BBV)                    | Espanha        | Aquisição do Banco Excel-Econômico, o qual estava em situação falimentar       |
|                | Rabobank                                      | Holanda        | Instalação de sucursal   |
| <b>México</b>  | Banco Bilbao Viscaya                          | Espanha        | Aquisição de 70% do grupo financeiro Probursa                                  |
|                | Bank of Nova Scotia                           | Canadá         | Aquisição de 45% do capital do Banco Inverlat                                  |
|                | Bank of Montreal                              | Canadá         | Aquisição de 16% do Bancomer   |
|                | A. G. Alemanha                                | Alemanha       | Aquisição do controle dos bancos Banoro e Bancreecer                           |
|                | Banco de Santander                            | Espanha        | Instalação de subsidiárias e aquisição de 51% do capital do Banco Mexicano     |
|                | HSBC  | Reino Unido    | Aquisição de 20% do capital do grupo financeiro Serfin                         |
|                | Banco Central Hispanoamericano                | Espanha        | Aquisição de 10% do capital do grupo financeiro Prima International            |

Fontes: Freitas (1999), Freitas & Prates (2000), Mantinez-Díaz (2005).

No que se refere à expansão dos bancos já instalados na região (Tabela II. 2), o exame do movimento recente revela que na **Argentina** a absorção ou a aquisição de participação majoritária nos bancos locais tornou-se o meio preferido pelas instituições estrangeiras para reforçar suas posições no mercado local na segunda metade dos anos 90. Alguns optaram por ampliar suas redes de agências, como o BankBoston, enquanto outros decidiram comprar bancos locais ou adquirir participações acionárias, como o BBVA, Santander e *Bankers Trust*.

O tratamento não-discriminatório conferido ao capital estrangeiro permitiu recentemente a desnacionalização do sistema financeiro argentino. As instituições estrangeiras que durante o período de alta inflação ocupavam posições modestas no mercado local deram início a partir de 1997 a uma série de aquisições (e de compra de participações) de bancos.<sup>15</sup> De modo que no final da década de 90, excetuando os dois grandes bancos públicos (Banco de la Nación e Banco de la Provincia de Buenos Aires) e uma instituição privada – Banco Galicia y Buenos Aires –, os principais bancos argentinos estavam sob controle de não-residentes.

<sup>15</sup> Cabe mencionar que nesse movimento de ampliação da presença no mercado argentino, alguns bancos estrangeiros adquiriram igualmente o controle de subsidiárias locais de instituições estrangeiras que decidiram se sair do país. Estes foram os casos, por exemplo, o Crédit Lyonnais adquirido pelo O'Higgins Central Hispanoamericano em 1996 e do Deutsche Bank adquirido pelo BankBoston.

Tabela II. 2 – Alguns exemplos da expansão dos bancos estrangeiros na Argentina, Brasil e México - 1995-2004

| País anfitrião   | Instituição financeira                        | País de origem | Formas de expansão   |
|------------------|---|----------------|--|
| <b>Argentina</b> |   |                |  |
|                  | Hong Kong Shanghai Banking Corporation (HSBC) | Reino Unido    | Aquisição de 100% do Banco Roberts   |
|                  | BankBoston                                    | Estados Unidos | Aumento da rede de agências  |
|                  | Banco de Santander                            | Espanha        | Aquisição de 51% do capital social do Banco Rio de la Plata                                      |
|                  | <i>Bank of Nova Scotia</i>                    | Canadá         | Aumento da participação acionária de 25% para 100% no capital do Banco Quilmes                   |
|                  | Grupo Socimer                                 | Suíça          | Aquisição de 30% do capital do Banco Patricios   |
|                  | <i>Bankers Trust</i>                          | Estados Unidos | Aquisição de 51% do capital do Banco Liniers Sudamericano  |
|                  | <i>Crédit Agricole</i>                        | França         | Aquisição de um terço do capital do Banco Bisel  |
|                  | Banco Bilbao Viscaya (BBV)                    | Espanha        | Fusão entre o Banco Francês do Rio de la Plata, controlado pelo BBV, e o Banco Credito Argentino |
| <b>Brasil</b>    |   |                |  |
|                  | Citibank                                      | Estados Unidos | Ampliação da rede de agências  |
|                  | BankBoston                                    | Estados Unidos | Ampliação da rede de agências  |
|                  | Banco Santander                               | Espanha        | Aquisição de 51% do capital do banque Geral do Comércio e do banco Noroeste                      |
|                  | Lloyds Bank                                   | Reino Unido    | Aquisição do banco Multiplic et de sua financeira  |
|                  | ABN-Amro Bank                                 | Holanda        | Aquisição de 40% do capital do banco Real  |
|                  | Banco Santander                               | Espanha        | Aquisição do banco Bozano-Simonsen   |
|                  | Banco Santander                               | Espanha        | Aquisição do banco Banespa no processo de privatização dos bancos públicos estaduais             |
| <b>México</b>    |   |                |  |
|                  | Citibank                                      | Estados Unidos | Aquisição do Confia  |
|                  | Santander                                     | Espanha        | Aquisição do Serfin  |
|                  | BBV   | Espanha        | Aquisição do Bancomer  |
|                  | Citibank                                      | Estados Unidos | Aquisição do Banamex-Acivall   |
|                  | HSBC  | Reino Unido    | Aquisição do Bital   |

Fontes: Conger (1998), Freitas (1999), Dages et al (2000), Mantinez-Díaz (2005).

No **Brasil**, as estratégias de expansão agressiva dos bancos espanhóis, e também de outros rivais como o HSBC, forçaram a reação dos bancos estrangeiros já presentes no país. Alguns optaram por ampliar suas redes de agências, como os norte-americanos Citi e BankBoston, enquanto outros decidiram comprar bancos locais ou adquirir participações, como o inglês Lloyds e o holandês ABN Amro.

No **México**, o Citibank, único banco estrangeiro que sobreviveu à nacionalização dos anos 80, adquiriu o banco Confia em agosto de 1997, o qual havia sofrido intervenção do banco central em razão de suas atividades irregulares no exterior (The Banker, 1997b:46). Em 2001, o Citi aumentou sua participação no mercado bancário mexicano, comprando um dos três grandes bancos locais: o banco Banamex-Acivall.



Os espanhóis Santander e BBV, grandes rivais em seu país de origem e na América Latina, aproveitaram o aprofundamento da abertura financeira em 1998 para ampliar suas fatias de mercado no México. O Santander adquiriu o controle do capital acionário do Serfin<sup>16</sup> enquanto o BBV comprou o grupo financeiro Bancomer, ambos em 2000. Igualmente, o canadense Scotiabank exerceu sua opção de compra para adquirir o controle acionário do banco Inverlat. E em 2002, o HSBC retornou ao mercado para comprar o Bital, o quarto maior banco mexicano à época. Em consequência desse movimento de expansão, atualmente, a maior parte dos grandes bancos mexicanos está sob o comando estrangeiro. Ao final de 2005, entre os dez maiores bancos mexicanos havia um único banco controlado por residentes, o Banorte, ocupando o quinto lugar no *ranking* por ativos (CNBV, 2005).

Em contraste, no **Brasil**, os grandes bancos privados nacionais foram bem sucedidos em suas estratégias defensivas contra o aumento da presença estrangeira. Em particular, os dois maiores bancos, Bradesco e Itaú, realizaram diversas aquisições, comprando bancos privados menores e bancos públicos estaduais nos leilões de privatização. Esses bancos também aproveitaram as oportunidades criadas pelas saídas das instituições estrangeiras que fracassaram em suas tentativas de conquistar o mercado brasileiro, como foram os casos do BBVBrasil e do America Express adquiridos pelo Bradesco, respectivamente, em 2002 e 2003 e do banco americano BankBoston, controlado pelo Bank of America (BofA), comprado pelo Itaú em 2005 por US\$ 2,5 bilhões (Balbi, 2006).<sup>17</sup> O resultado dessa estratégia de conquista de parte de mercado foi a consolidação do Bradesco e do Itaú no topo da classificação dos maiores bancos privados, na qual ocupavam, respectivamente, a primeira e a segunda posição em dezembro de 2005. O maior banco estrangeiro no Brasil, o espanhol Santander, ocupava a quarta posição, atrás do brasileiro Unibanco, o qual possui participação estrangeira minoritária.

Na **Argentina**, a crise financeira de 2001-2002 — que se traduziu em perdas da ordem de US\$ 54 bilhões para o sistema bancário (Del Negro & Kay, 2002:13) — levou vários bancos estrangeiros a se retirarem ou a reduzirem suas posições do país.<sup>18</sup> O número de bancos estrangeiros em atividade no país que na segunda metade da década de 90 havia crescido substancialmente chegou a representar 44% do total das instituições bancárias em dezembro de

---

<sup>16</sup> O Santander venceu o HSBC na disputa pela aquisição de 100% do capital do banque Serfin com uma oferta de mais de US\$ 1,5 bilhões, o equivalente a 1,6 vezes o valor contábil.

<sup>17</sup> Nessa operação, o Itaú adquiriu também os ativos da sucursal do BankBoston no Chile e no Uruguai. . Em troca, o BofA assumiu participação de 7,4% no capital do Itaú (havia opção de chegar até 20%), mediante a aquisição de ações preferenciais sem direito a voto, o que não afeta a classificação do Banco Itaú como banco nacional de capital privado. Embora anunciada em 2005, a transação só foi finalizada em agosto de 2006.

<sup>18</sup> Em sua maioria, eram bancos recém chegados. Entrevistas realizadas pelo Comitê sobre Sistema Financeiro Global do BIS com instituições financeiras revelaram que a crise argentina provocou profunda alteração na percepção de risco dos matrizes dos bancos em relação aos seus investimentos diretos nos sistemas financeiros dos países emergentes. (CGFS, 2004:17).

2000 para 31% em dezembro de 2005, passando de 39 em 2000 para 22 em 2005, enquanto o número total de bancos caiu de 89 para 72 no mesmo período, de acordo com informações do Banco Central da Argentina.

Esse movimento abriu espaço para a reação dos bancos públicos e dos bancos privados de capital nacional, os quais se beneficiaram da perda de confiança da população nas instituições estrangeiras, as quais não ofereceram à proteção esperada pelo público por ocasião do congelamento dos depósitos em moeda estrangeira em 2001 (Lacoste, 2005:93). Todavia, a retração dos bancos estrangeiros no mercado financeiro argentino se refletiu no número de bancos estrangeiros classificados no *ranking* das dez maiores instituições bancárias privadas por ativo, que se reduziu de sete para cinco entre dezembro de 2001 e dezembro de 2005. Se retiraram do mercado argentino os bancos Scotiabank e Sudameris, que ocupavam, respectivamente, a nona e décima posições no *ranking* em 2001. Além disso, os estrangeiros que permaneceram perderam posição, como foi do Citibank e do HSBC, que caíram, respectivamente, do 5º e 6º lugar em 2001 para o 7º e 8º em 2005.<sup>19</sup>

## II.2. Avaliação quantitativa da presença estrangeira nos sistemas bancários domésticos

O resultado desse movimento recente de internacionalização sugere uma tendência de crescente importância das instituições financeiras nos mercados financeiros locais dos países latino-americanos analisados. Contudo, o ritmo da ampliação da presença estrangeira varia de modo expressivo de um país a outro.

Como se verifica pelos dados apresentados na Tabela II.3, no período dezembro de 1994 a dezembro de 2001, a participação estrangeira aumentou mais rapidamente no México que na Argentina e no Brasil.

Tabela II. 3 – Evolução de participação dos bancos estrangeiros nos sistemas financeiros nacionais

| País             | Ativos como % dos ativos do sistema bancário |           |           |           |
|------------------|--|-----------|-----------|-----------|
|                  | Dez 1994                                     | Dez. 1997 | Dez. 2001 | Dez. 2005 |
| <b>Brasil</b>    | 11,0   | 12,9      | 30,1      | 21,5      |
| <b>Argentina</b> | 21,7   | 35,0      | 48,4      | 25,9      |
| <b>México</b>    | 1,2  | 13,3      | 82,0      | 84,7      |

Fonte: Banco Central da Argentina, Banco Central do Brasil, Yacamán (2001); Martínez-Díaz (2005).

Na **Argentina**, a participação dos bancos estrangeiros nos ativos totais atingiu 35% em junho de 1997 contra 22% no início do período. Com a intensificação da aquisição de bancos locais por não-residentes após 1997, a fatia dos bancos estrangeiros subiu para 48,4% em 2001. A crise de 2002 e a revisão das estratégias das instituições estrangeiras que atuavam no país

<sup>19</sup> O italiano Banca Nazionale del Lavoro que ocupava a oitava posição em 2001 caiu para a décima-segunda em 2005.

explicam a expressiva queda da participação dos não-residentes observada entre 2001 e 2005, que recuou de 48% para 26%.

Em contraste, no **Brasil**, o avanço dos bancos estrangeiros foi comparativamente menor e permanece modesto. A participação dos estrangeiros aos ativos totais do sistema bancário local passou de 11% a 30,1% no período considerado (1994-2001). Após 2001, os bancos estrangeiros perderam participação no mercado brasileiro. Como mencionado, os dois grandes bancos privados nacionais, Bradesco e Itaú, adquiriram o controle acionário dos bancos estrangeiros que saíram do Brasil. De modo que, em dezembro de 2003, a fatia dos não-residentes nos ativos totais do sistema bancário brasileiro reduziu-se a 21% (Prates, Freitas e Farhi, 2005). Porém, como o novo ciclo do crédito, iniciado em 2003 e que ganhou ímpeto em 2005-2006, reavivou o interesse dos bancos estrangeiros pelo mercado brasileiro<sup>20</sup>, é provável que a participação estrangeira no sistema financeiro aumente nos próximos anos. O mesmo deve ocorrer se o Brasil obtiver a classificação de *investment grade* junto às agências internacionais de *rating*, dado as inúmeras possibilidades de negócios, em particular para os bancos de investimentos (Lucchesi et al., 2007).

No **México**, os bancos estrangeiros controlavam mais de 82% do mercado em 2001, contra 1,2% em 1994. No final de 2005, a participação estrangeira no sistema financeiro mexicano atingiu 84,7% (CNBV, 2005: 22).

Diferenças nos aspectos institucionais das finanças de Argentina, Brasil e México certamente explicam também o maior ou o menor sucesso dos bancos estrangeiros em conquistar posições nos mercados locais desses três países. Na Argentina e no Brasil, a existência de grandes bancos públicos limita a possibilidades de expansão das instituições financeiras estrangeiras, o que não ocorre no México onde não há mais instituições bancárias públicas.<sup>21</sup>

O Brasil possui igualmente grandes bancos privados de capital nacional com forte penetração e poder de mercado que até o momento conseguiram sucesso em suas estratégias defensivas contra o avanço dos bancos estrangeiros<sup>22</sup> Além de amplas redes de agências

---

<sup>20</sup> Atualmente, está em curso a abertura de capital de algumas instituições bancárias de pequeno porte, que devem servir de porta de entrada para bancos estrangeiros. Dentre essas, quatro — Banco Cruzeiro do Sul, BicBanco, BMC e Panamericano — concentram suas atividades no segmento de crédito consignado. A colocação de ações em bolsa é a estratégia escolhida para viabilizar a expansão dos créditos. Com abertura de capital, esses bancos pretendem atrair investidores estrangeiros. Mencione-se, ainda, que após comprar o Banco Petúnia em 2006, o francês Société Générale a adquiriu, em fevereiro de 2007, o Banco Cacique, com forte presença no segmento de crédito pessoal e consignado.

<sup>21</sup> No Brasil, em dezembro de 2005, os dois grandes bancos públicos federais, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal (CEF) respondiam, em conjunto, por 30,9% dos ativos totais do sistema bancário.

<sup>22</sup> Os bancos brasileiros privados também se diferenciavam dos seus congêneres pela magnitude do capital. Em meados da década de 90, quando o movimento de internacionalização bancária se intensificou na América Latina, os bancos argentinos e mexicanos eram bem menores que os brasileiros. Entre os dez maiores bancos latino-americanos se encontravam em dezembro de 1997, seis bancos brasileiros, três bancos argentinos e apenas um banco mexicano.

bancárias, os bancos brasileiros possuem tecnologias muito sofisticadas de transferência eletrônica de fundos e de gestão de recursos. Desenvolvidas no período de alta inflação, essas tecnologias os ajudaram a conservar seus clientes, impedindo a desintermediação financeira que atingiu os bancos argentinos e mexicanos. Igualmente, essas tecnologias os colocam, sobretudo no caso dos grandes bancos, para competir em condições de igualdade com os bancos estrangeiros presentes no país.

De igual modo, em relação aos outros bancos latino-americanos, os bancos brasileiros se beneficiam do fato de que o sistema bancário nacional não atravessou nenhuma crise profunda e generalizada ao longo das últimas décadas. Assim, no Brasil, as instituições bancárias locais não são vistas com desconfiança pelo público em geral. Ao contrário, são os bancos públicos que mais atraem clientes dos bancos privados em momentos de maior fragilidade financeira. Na Argentina, apenas após a crise financeira recente, a confiança do público em instituições estrangeiras ficou menor vis-à-vis os bancos nacionais, públicos e privados.

### **III. Conclusões**

Neste artigo procurou-se analisar os impactos dos investimentos estrangeiros de portfólio, bem como do aumento da participação dos bancos estrangeiros sobre os sistemas e mercados financeiros de três países latino-americanos, Argentina, México e Brasil, nos períodos que precederam e sucederam as crises financeiras que eclodiram na segunda metade dos anos 90.

Algumas conclusões importantes emergem da análise realizada na seção II sobre os investimentos estrangeiros de portfólio. Em primeiro lugar, os graus heterogêneos de abertura financeira dos três países condicionaram os efeitos desses investimentos sobre os diferentes segmentos dos mercados financeiros domésticos. Em segundo lugar, a adoção de um menor grau de abertura, caso da economia brasileira nos anos 90, não foi capaz de "blindá-la", evitando a eclosão de uma crise cambial. Todavia, contribuiu para reduzir a intensidade da crise e suas implicações para a economia como um todo. Isto porque, ao contrário da Argentina e do México, que enfrentaram crises gêmeas, no Brasil a crise de 1998/99 circunscreve-se ao mercado de câmbio, não tendo repercussões adversas sobre a situação financeira dos bancos e dos agentes não-financeiros. Em terceiro lugar, as diferentes estratégias de liberalização dos fluxos de capitais no contexto pós-crise revelam que, apesar do contexto de globalização financeira, os países emergentes ainda possuem algum grau de liberdade em relação à escolha do grau desejado de integração financeira com o exterior e, assim, ao *mix* de política macroeconômica.

A experiência argentina é elucidativa nesse sentido. Esse país, que possuía um grau absoluto de abertura financeira no período pré-crise e sofreu a crise financeira mais severa entre os seus congêneres latino-americanos optou, após essa crise, pela regulação preventiva dos

fluxos de capitais como um dos pilares do seu regime de política macroeconômica. Já o Brasil adotou o caminho oposto, pois possuía o menor grau de abertura financeira dentre os três países analisados nos anos 1990 e, no período pós-crise, aprofundou intensamente esse grau, permitindo, inclusive, o acesso dos investidores não-residentes ao mercado de derivativos financeiros domésticos.

No que se refere à abertura dos sistemas financeiros locais constatou-se uma tendência de importância crescente das instituições estrangeiras nos mercados financeiros dos três países latino-americanos analisados na segunda metade da década de 90, parcialmente revertida na Argentina e no Brasil no início da presente década. Essa tendência resultou, sobretudo, das medidas de liberalização adotadas pelos governos para viabilizar a capitalização dos sistemas financeiros bancários nacionais fragilizados, seja em virtude de grave crise como no caso mexicano, seja em consequência do processo de adaptação ao novo contexto macroeconômico de estabilidade como no caso brasileiro.

Igualmente, a expansão da presença estrangeira refletiu as estratégias concorrenciais dos próprios bancos que procuram conquistar novas fontes de lucro e fortalecer suas posições em mercados cada vez mais globalizados. Submetidas à lógica concorrencial, esses bancos não se comportam necessariamente em conformidade com os propósitos das autoridades dos países anfitriões. Portanto, ao contrário do que advogam os defensores da internacionalização bancária dos países em desenvolvimento, nem sempre a forte presença de bancos estrangeiros fortalece a capacidade dos sistemas bancários domésticos em suportar os choques macroeconômicos. Também nesse caso a experiência argentina é bastante elucidativa. Após pesadas perdas em decorrência da crise cambial e financeira, vários bancos estrangeiros reviram suas estratégias e se retiraram do mercado argentino, enquanto outros reduziram suas exposições.

Cabe, mencionar ainda que tanto na Argentina, como no Brasil e México, o volume de crédito bancário em termos do PIB permanece extremamente baixo em comparação com os países centrais e mesmo de alguns países em desenvolvimento, como os asiáticos. Ademais, nesses três países, e em particular, no Brasil e no México, há ainda uma parte expressiva da população que não foi incorporada ao mercado de crédito e que não tem acesso aos serviços bancários.

### **Referências Bibliográficas**

- AKYÜZ, Y. (1992) *On financial openness in developing countries* Genebra: UNCTAD.
- BALBI, Sandra (2006) Compras recentes de bancos superam US\$ 5 bi. *Folha de S. Paulo*, Dinheiro, 11 de maio.
- BCB – Banco Central do Brasil. BCB – *Relatório de Evolução do Sistema Financeiro Nacional*. Vários anos. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>

- BCRA – Banco Central da República Argentina. *Información de Entidades Financieras*. Disponível em <http://www.bcra.gov.ar>
- BCRA – Banco Central da República Argentina. *Comunicado n. 48633* de 2/10/2006.
- BANCO DO MEXICO *Informe Anual*. Vários anos, Ciudad del Mexico: Banco do Mexico.
- BANKER (The) (1998) Top 1000 world banks. *The Banker*, London: Financial Times Magazine, pp. 88-207, July.
- \_\_\_\_\_. (1997) "Latin Notes: Mexican government to end bank subsidies". *The Banker*, London: Financial Times Magazine, pp. 46, October.
- BLEJER, L., ROZENWURCEL, G. El sistema bancario argentino en los noventa; de la profundización financeira a la crisis sistémica. *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, v. 37, n. 146, p. 163-93, Jul./Set. 1997.
- BORIO, E. V.; FILOSA, R. (1995) The changing borders of banking: trends and implications in: *The financial landscape: forces shaping the revolution in banking, risk managements and capital markets*. Paris: OECD, pp. 49-95.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista Mensal*, vários números.
- CALCAGNO, Alfredo F. El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en la Argentina, *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n. 61, p.63-89, 1997.
- CEPAL (1994) *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*. Santiago de Chile: Naciones Unidas, Comisión para América Latina e el Caribe.
- CHESNAIS, François (coord.) (1996) *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo; FARHI, Maryse. Contradicciones y límites del Plano de Convertibilidad, *Nueva Sociedad*, Caracas: Friedrich Ebert Stiftung, n.179, p. 89-111, 2002.
- CLARKE, G. et al. The effect of foreign entry on Argentina's domestic banking sector. *Policy Research Working Paper*, 2158. Washington, DC : The World Bank, August.
- CGFS – Committee on the Global Financial System (2004) foreign investment direct in the financial sector of emerging market economies. (*CGFS Paper*, n. 22), Basle: BIS, March.
- CNBV - Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2005). *Boletín estadístico: grupos financieros*. Mexico, diciembre.
- CONGER, Lucy (1988) Santander's Latin America crusade. *Institutional Investor*, New York: Institutional Investor Inc., pp. 35-42, January.
- CRYSTAL, J.; DAGES, G.; GOLDBERG, Linda (2002). Has foreign bank entry led to sounder banks in Latin America? *Currents Issues in Economics and Finance*, vol. 8, n. 1, p. 1-6. New York Federal Reserve Bank, January.
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários. *Informativo Mensal*, vários números.
- DAGES, B.; GOLDBERG, L.; KINNEY, D. (2000) Foreign and domestic banks participation in emerging markets: lessons from Mexico and Argentina. *Economic Policy Review*, p. 17-36 New York Federal Reserve Bank, September.
- DEL NEGRO, P; KAY, S. (2002). Global bank, local crisis: bad news from Argentina. *Economic Review*, pg 1-18. Federal Reserve Bank of Atlanta, Third Quarter.
- DOMANSKI, Dietrich (2005). Foreign banks in emerging market economies: changing players, changing issues. *BIS Quarterly Review*, p. 69-81. December.
- ECONOMIST (The) (1997) Flexionando os músculos na América Latina. Republicado na *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 11 de julho.
- FANELLI, J. M. Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina. *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n. 77, ago., 2002.
- FANELLI, J. M., MACHINEA, J. O movimento de capitais na Argentina. In: FRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (Org.). *Os fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997. p. 78-112.

- FREITAS, M<sup>a</sup> Cristina Penido de (1999) Abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro in: M. C. P. Freitas (Org.) *Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90*. São Paulo: Fundap; Fapesp; Brasília: IPEA, pp. 101-173.
- FREITAS, M. C. P.; PRATES, Daniela M. (2001) A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade*, n<sup>o</sup>. 17, pp. 81-111, Campinas: Unicamp - IE.
- \_\_\_\_\_. (2000) La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México. *Revista de la Cepal* "Revista de la Cepal", n<sup>o</sup>. 70, pp. 53-69, Santiago de Chile: Cepal.
- GOLDESTSTEIN, Morris; TURNER, Philip (1996) *Banking crisis in emerging economies: origins and policy options*. Basle: Bank for International Settlements, (*BIS Economic Paper*, n<sup>o</sup> 46), October.
- GRIFFITH-JONES, S. (1996) La crisis del peso mexicano. *Revista de la Cepal* 60, Santiago de Chile, pp 151-170.
- GURRÍA, José Angel (1997) Fluxos de capital: o caso do México in: R. French-Davis, R. & S. Griffith-Jones (Orgs.) *Os fluxos Financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, pp.78-112.
- HASBACH, A. P. (1997) *Surgimiento y desarrollo de los grupos financieros en México*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, (*Serie Financiamiento del Desarrollo*, 41).
- HAWKINS, John; MIHALJEK Dubravko et al. The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability. *BIS Papers*, n. 04, Basel: Bank for International Settlement, August.
- IMF - International Monetary Fund. *Global Financial Stability*. Washington, DC: International Monetary Fund, Sept. 2005.
- \_\_\_\_\_. *World Economic Outlook*. Washington: IMF, April, 2002.
- LACOSTE, Pedro (2005). International capital flows in Argentina. *BIS Papers*, n. 23, pp. 91-97. Basel: Bank for International Settlement, May.
- LUCCHESI, Christiane et al (2007). Avanço do crédito atrai nova leva de bancos ao país. *Valor Econômico*, Caderno Finanças, 15 de março.
- MACHINEA, J. L. (1996) *La crisis financiera argentina de 1995; causas, características e lecciones*. Buenos Aires. (Mimeo.).
- MARTINEZ-DÍAZ, Leonardo (2005). Banking-sector liberalization in Mexico and Brazil: explaining the timing and style of financial opening. Paper prepared for the 10<sup>th</sup> annual conference of Latin American and Caribbean Economic Association (LACEA), Paris, October 2005. Disponível em [http://wwwtest.aup.edu/lacea2005/system/step2\\_php/papers/LACEA%20Martinez-Diaz%20paper.pdf](http://wwwtest.aup.edu/lacea2005/system/step2_php/papers/LACEA%20Martinez-Diaz%20paper.pdf).
- MEXICO (2005). *Ley de Instituciones de Credito de 1990 com ementas até 30 dezembro 2005*. Disponível em <http://www.banxico.org.mx>
- MIHALJEK, Dubravko (2006). Privatisation, consolidation and the increased role of foreign banks in: *BIS Papers*, n. 28, pp.41-65, Basel: Bank for International Settlement. August.
- PAULA, Luiz F. de P. (2002) *A recente onda de bancos europeus no Brasil: determinantes e impactos*. São Paulo: Banco Santos.
- PESCE, Miguel Angel. Banking issues in Argentina. *BIS Papers*, n. 28, Basel: Bank for International Settlement. August, p. 153-162, 2006
- PRATES (1997) *Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90*. Campinas: Instituto de Economia - Universidade Estadual de Campinas, (Dissertação de Mestrado).
- PRATES, D. M; FREITAS, M. C. P. (1998) Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional. in: M. Cristina P. de Freitas (Org.) *Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90*. São Paulo: Fundap; Fapesp; Brasília: IPEA, pp. 61-100.

- PRATES, D. M; FREITAS, M. C. P; FARHI, Maryse (2005). Internacionalização bancária e derivativos financeiros no Brasil. *in: André Scherer (Org). O Brasil frente à ditadura do poder financeiro: reflexões e alternativas*, Ed. Univates, pp. 149-172.
- RAZÚ, Efraín C. (1994) *Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México*. Santiago Chile: *Comision Economica para America Latina y el Caribe*, (Serie *Financiamiento del Desarrollo*, nº 18), junio.
- SIDAUI, José. (2006) The Mexican financial system: reform and evolution. *BIS Papers*, n. 28, pp. 277-293. Basel: Bank for International Settlement, August.
- TAYLOR, Robert (1997a) Back from the brink. *The Banker*, London: Financial Times Magazine, pp. 57-58, August.
- \_\_\_\_\_ (1997b) Surfing a rising tide *The Banker*, London: Financial Times Magazine, pp. 59-64, August.
- TURNER, Philip et al (2006). The banking system in emerging economies: how much progress has been made? *BIS Papers*, n. 28, Basel: Bank for International Settlement. August.
- VILLAR, Rafael del et alii (1997) Experiencia internacional en la resolución de crisis bancarias. Ciudad del México: Banco do Mexico, (Documento de Investigación, nº 9708), diciembre.
- YACAMÁN, Jesus M. (2001). Competition and consolidation in the Mexican banking industry after the 1995 crisis. *BIS Papers*, n. 04, Basel: Bank for International Settlement, pp. 102-113 August.