



Associação Brasileira para
a Proteção dos Direitos
Editoriais e Autorais

RESPEITE O AUTOR
NÃO FAÇA CÓPIA

Preencha a **ficha de cadastro** no final deste livro
e receba gratuitamente informações
sobre os lançamentos e as promoções da
Editora Campus.

Consulte também nosso catálogo
completo e últimos lançamentos em
www.campus.com.br

ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

TEORIA E POLÍTICA

Fernando J. Cardim de Carvalho

Francisco Eduardo Pires de Souza

João Sicsú

Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Rogério Studart

4ª Tiragem

EDITORA
CAMPUS

SISTEMAS
FINANCEIROS

INTRODUÇÃO

Neste capítulo, exploraremos em maior profundidade algumas idéias já apresentadas no Capítulo 13, usando-as para identificar as principais formas de organização de sistemas financeiros, encontradas nas mais importantes economias do mundo. Vamos ver a importância do papel da regulação financeira na formação das estruturas financeiras presentes em cada país, vendo como ela determina, em particular, o peso que cada canal de intermediação alcança em cada caso. Vamos ver também o que é permitido às instituições financeiras operar em cada estrutura, de modo a conformar sistemas financeiros com propriedades diferentes no que tange a custos, eficiência alocativa e segurança. Vamos dar especial atenção aos dois principais modelos de organização financeira conhecidos, o de banco universal e o segmentado. Discutiremos ainda a organização do sistema financeiro internacional.

1. O CONCEITO DE SISTEMA FINANCEIRO

Como já visto no Capítulo 13, sistemas financeiros são definidos pelo conjunto de mercados financeiros existentes numa dada economia, pelas instituições financeiras participantes e suas inter-relações e pelas regras de participação e intervenção do poder público nesta atividade. Qualquer economia pode ser vista, na verdade, como um conjunto de subsistemas, onde cada um destes últimos englobaria um certo número de atividades, participantes e regras de relacionamento com um certo grau de auto-suficiência. Assim, poderíamos falar, por exemplo, de sistema ou setor industrial, um sistema agrícola, outro comercial etc. Para estes outros setores a denominação “sistema” parece menos apropriada apenas porque, ao lado das características técnicas que definem cada atividade, é pouco freqüente a existência de regras de operação e procedimento que sejam válidas apenas para cada uma delas. Empresas industriais pouco se distinguem de empresas comerciais ou mesmo agrícolas. Mercados industriais também pouco diferem de mercados para produtos agropecuários ou minerais, ou qualquer outro. Estes outros setores se distinguem mais pelas características técnicas de sua atividade do que pela *institucionalidade* de sua operação.

O mesmo não se dá com o setor financeiro. À parte o fato de que também ele é habitado por empresas que fornecem serviços como forma de obtenção de lucros e por clientes que consomem esses serviços, há uma particularidade importante no modo pelo qual essa atividade é desenvolvida. A *tecnologia* de produção de serviços financeiros é relativamente pouco importante na definição das características do serviço que as empresas do setor prestam. Na verdade, instituições financeiras produzem *contratos* e não há muitas restrições de ordem tecnológica sobre o modo pelo qual esses contratos são produzidos.¹ Se pensarmos apenas do ponto de vista tecnológico, não descobriremos muitas razões que expliquem, por exemplo, por que o sistema financeiro norte-americano é tão diferente do sistema financeiro alemão. Na verdade, não saberemos sequer por que cada um é como é. Já a indústria automobilística, por exemplo, opera e se estrutura de modo muito semelhante nos dois países, porque o conjunto de tecnologias disponíveis que permitem produzir, de modo economicamente viável, um automóvel, é relativamente limitado.

Para a produção de serviços financeiros, como não é a tecnologia que impõe que serviços produzidos e como produzi-los eficientemente, instituições têm de ser criadas para suprir esse papel. Por isso, regras específicas à atividade, além daquelas que regem já todos os outros mercados, são fundamentais e isto justifica a idéia de um *sistema* financeiro e não apenas um *setor* financeiro. Este é um setor onde o papel da sociedade (e dos governos) na definição do que é possível, ou desejável, é fundamental, porque existem muitas possibilidades de modos de operação.

Assim, para que possamos entender por que sistemas financeiros são organizados de forma tão diferenciada nos diversos países, as qualidades e limitações de cada

1. Há, porém, exceções. Certos contratos financeiros existentes atualmente só são possíveis porque a tecnologia de comunicações e de informática avançou o suficiente para viabilizá-los. Estes casos são, contudo, ainda incomuns e reservados a segmentos muito específicos e limitados do mercado financeiro.

tipo de sistema financeiro, e sua evolução, é preciso conhecer as razões materiais que levaram à criação de cada tipo de sistema, mas também, e principalmente, sua história e a da sociedade em que se insere, porque estas pesarão decisivamente no processo de formação do setor. Neste capítulo, vamos explorar como se constituíram e como operam os principais modelos de sistema financeiro adotados nas principais economias de mercado. Veremos que, na verdade, apesar da diversidade de formação histórica encontrada mesmo entre o relativamente pequeno grupo de países mais desenvolvidos, sistemas financeiros acabaram sendo organizados em torno de alguns poucos modelos institucionais. Vamos conhecer os dois principais modelos existentes, o chamado modelo segmentado e o modelo de banco universal, e algumas de suas variações. Discutiremos o modo pelo qual se desenvolveram até o presente, reservando para o Capítulo 18 o exame de suas atuais tendências evolutivas. Daremos vários exemplos concretos de organização da atividade financeira, com especial atenção ao caso brasileiro.

2. ESTRUTURAS FINANCEIRAS ALTERNATIVAS

Sistemas financeiros se distinguem entre si de forma mais visível pelo tipo de relação predominante entre tomadores e emprestadores de recursos e pelo perfil das instituições que promovem a circulação de recursos entre eles. Ao se classificar tipos de sistemas financeiros devemos, assim, responder a duas perguntas. A primeira é: “Que tipos de contrato entre aplicadores e tomadores são predominantes nesta economia?” Em segundo lugar, devemos nos perguntar: “Quais são as funções exercidas pelas instituições financeiras na elaboração desses contratos?” Ao respondermos à primeira questão, estaremos definindo se o sistema financeiro que se examina é *baseado em crédito* ou *baseado em mercado de capitais*. A segunda resposta nos dirá se as instituições financeiras que operam nesta economia podem fazê-lo de forma diversificada ou se estão restritas a nichos específicos do sistema.

Como se verá a seguir neste capítulo, a resposta à primeira questão nos remete à dicotomia discutida no Capítulo 13, entre formas de contrato individualizadas entre tomadores e emprestadores praticadas no mercado de crédito, ou anônimas, através da colocação de papéis em mercados públicos. Fundamentalmente, busca-se distinguir entre sistemas onde predomina a captação de recursos através da *intermediação* financeira ou se predomina a *desintermediação* financeira (veja-se o Capítulo 13). Já a resposta à segunda questão nos leva a identificar que tipos de instituição financeira operam em uma dada economia. Nos Capítulos 14 e 15 examinamos diversos tipos de instituição financeira. Na verdade, o que fizemos foi introduzir diversas *funções* exercidas por instituições financeiras em uma economia moderna e diversificada. Essas funções (banco comercial, banco de investimento, companhias financeiras etc.) podem ser exercidas por instituições especializadas ou por instituições dedicadas a múltiplos propósitos, dependendo do interesse das empresas que operam no mercado financeiro e das regulações que regem sua atuação. Diferentes países adotarão regras diferentes com relação a como os mercados podem operar e como as instituições financeiras podem exercer as funções que os mercados demandam. Avaliações divergirão de país a

país sobre quais formas organizativas são mais eficientes. Também contarão muito as preferências políticas e culturais de cada nação. Alguns preferirão constituir instituições financeiras grandes e sólidas. Outros julgarão mais eficientes as instituições pequenas e ágeis. Alguns preconizarão um amplo papel para o Estado na regulação e supervisão da operação dos mercados financeiros. Em certos casos, se defenderá mesmo a operação exclusiva ou parcial de instituições financeiras públicas. Já outros preferirão deixar a responsabilidade pela operação desses mercados aos agentes privados, e assim por diante. Não há critérios objetivos que possam definir, abstratamente, qual arranjo é superior, criando um modelo cientificamente mais eficaz a ser implementado por todos. Como veremos, embora se possa, por um lado, dizer que certas formas de organização são, se não melhores para a sociedade, pelo menos mais competitivas que outras, sempre se poderá levantar razões que apontem para a necessidade de limitar a liberdade de escolha dos agentes privados neste mercado.

Em princípio, não há razão para que não encontremos, em qualquer sistema financeiro nacional específico, segmentos do mercado de recursos financeiros organizados de forma intermediada e outros de forma desintermediada, dependendo do grau de padronização das transações e do acesso à informação necessária à avaliação dos negócios pelos possíveis interessados. No entanto, historicamente, sociedades economicamente mais avançadas têm tendido a exibir estruturas financeiras onde o mercado de capitais (desintermediação) cresce continuamente em importância como canal de circulação de recursos em relação ao mercado de crédito. A significância dessa relação é reforçada pela constatação de que o processo de desenvolvimento financeiro das principais economias capitalistas tem como característica a rápida expansão dos mercados de títulos. A economia americana, a mais sofisticada do ponto de vista financeiro, exibe um vigoroso mercado tanto para papéis de curto prazo (Tabela 16.1) quanto para os de longo (Tabela 16.2). Já os mercados europeus de papéis são menores, não apenas em volume, mas também em relação ao PIB de cada país, ainda que estejam exibindo, em geral, crescimento significativo, ao menos nos segmentos de prazo mais curto (como no caso dos *commercial papers*).

TABELA 16.1
ESTOQUES DE COMMERCIAL PAPERS: Percentual do PIB

	Criação do Mercado	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
EUA	1960	7,5	8	9	9,8	9,9	9,1	8,8
Japão	1987		0,5	2,4	3,2	3,6	2,7	2,6
Alemanha	1991						0,3	0,6
França	1985	0,4	0,7	1	1,9	2,3	2,2	2,3
Reino Unido	1986	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,6	0,7
Canadá	1960	3,2	3,4	4	4,3	4,6	4,6	4,4

Fonte: Edey e Hviding (1995), “An Assessment of Financial Reform in OECD × countries”, OECD, Working paper, nº 154.

TABELA 16.2
Estoques de Bônus de Corporações: Percentual do PIB

	1970	1975	1980	1985	1990	1993
EUA	11,6	12,6	12,6	16,1	21	26,9
Japão	4,1	4,4	4,1	4,3	6,5	7,5
Alemanha	1,1	0,9	0,3	0,1	0,1	0,1
França	2,2	4,1	3,9	5,4	7	8,6
Itália		0,7	0,3	0,6	0,4	0,2
Reino Unido	10,6	6,2	2,3	2,1	2,6	2,7
Canadá	11,7	11,2	9,2	7,1	8,4	9,7

Fonte: Edey e Hviding (1995)

2.1 SISTEMAS FINANCEIROS BASEADOS EM MERCADO E SISTEMAS BASEADOS EM CRÉDITO

Sistemas baseados em mercado são aqueles em que proporção significativa ou majoritária das necessidades de financiamento colocadas pelos agentes econômicos são satisfeitas através da *colocação de papéis* nos mercados monetário e de capitais. Em *sistemas baseados em crédito*, em contraste, predominam as *relações de crédito*, normalmente, mas não necessariamente, dominadas pela operação de bancos comerciais. Relações diretas entre aplicadores e tomadores, estabelecidas em mercados de capitais, são viabilizadas apenas quando é possível desenvolver-se sistemas legais suficientemente sofisticados para que as características *comuns* a cada tipo de transação possam ser identificadas e codificadas em títulos financeiros. *Títulos financeiros* nada mais são do que contratos *padronizados* que prevêm direitos e obrigações de cada parte contratante. A padronização das cláusulas permite a comparabilidade e intercambiabilidade das obrigações que tornam os títulos substitutos entre si, permitindo sua avaliação em conjunto mesmo por aplicadores não-especializados.

Para que isso seja possível, o título deve refletir os objetivos e preocupações da generalidade do mercado. Quando isto não for possível, e interesses individuais tenham de ser explicitamente contemplados, é melhor recorrer ao crédito, que envolve, como já vimos, relações personalizadas, aceitas por indivíduos específicos. Fundamentalmente, um título financeiro deve especificar uma forma de obrigação financeira (débitos, participação acionária etc.), condições de pagamentos e garantias. A explicitação dessas informações é importante porque um título dá ao seu possuidor direitos, mas também o sujeita a certos riscos. A análise das combinações de direitos (rentabilidade) e riscos oferecidos por cada título pode não ser simples. Por isso, a importância de relações financeiras desintermediadas em um dado sistema financeiro depende da existência de aplicadores capazes de reco-

nhecer e entender as características desses contratos, de modo que sua avaliação e monitoração não sejam acessíveis apenas a instituições especializadas, como os bancos. Em certas circunstâncias, esta análise pode ser preparada por instituições especializadas que informam ao público seus resultados. Este é o papel das empresas de *rating*: analisar as informações relativas a um dado tomador de recursos ou a uma dada emissão de títulos e informar ao público, através de um sistema de *notas*, as vantagens e riscos envolvidos.

A definição de procedimentos legais transparentes para solução de conflitos e imposição de sanções aos violadores de contratos completa a infra-estrutura necessária para o desenvolvimento de mercados de títulos. Um último desenvolvimento importante, porém, para a implantação de mercados de títulos é a criação de mercados secundários, como os discutidos no Capítulo 13, destinados a conferir algum grau de liquidez a esses papéis. Em economias mais avançadas, outras estruturas de apoio, mais sofisticadas, são também desenvolvidas, como mercados de derivativos.

Por essas razões, a colocação direta de papéis junto ao público aplicador só se torna uma forma importante de captação de recursos em sociedades dotadas de sistemas financeiros mais sofisticados, do ponto de vista legal, institucional e de capacitação dos próprios investidores. Por conseguinte, em sociedades menos avançadas do ponto de vista financeiro encontraremos o predomínio da intermediação financeira como canal de circulação, e, especialmente, do crédito bancário.²

Crédito bancário é um tipo mais simples de relação financeira. Sendo personalizados, contratos de crédito podem prever quaisquer tipos de contingências que as partes contratantes julguem relevantes. Um mesmo tomador pode aceitar condições diferentes em cada contrato, adaptando-se às idiosincrasias de cada aplicador. Termos e garantias podem igualmente ser definidos de forma individualizada. Cada contrato atenderá, assim, às demandas de cada contratante.

Do ponto de vista do grau de evolução do sistema financeiro, poderemos definir basicamente dois tipos de estruturas: por um lado, há estruturas financeiras amplamente diferenciadas, em termos de tipos de instituições e funções, e em que relações diretas (desintermediadas) têm grande importância em relação ao peso da intermediação bancária; em contraste, há estruturas em que predomina o mercado de crédito, dominado por bancos. No primeiro caso, temos como exemplo quase isolado até o presente os Estados Unidos. No segundo, entre os países desenvolvidos, temos todos os outros, notadamente o Japão, a Alemanha, a França e praticamente todos os mercados emergentes. O sentido de tratar o caso norte-americano como uma categoria, mais do que como um caso isolado, se deve a que, como veremos no próximo capítulo, é clara a tendência à mudança dos siste-

2. O estágio de desenvolvimento de um sistema financeiro é função de algumas variáveis específicas em relação ao desenvolvimento geral de uma economia. Poderemos, por isso, encontrar muitos exemplos de economias desenvolvidas em praticamente qualquer aspecto que se selecione e que, no entanto, sejam relativamente subdesenvolvidas do ponto de vista financeiro, isto é, dotadas de estruturas financeiras pouco diferenciadas, dominadas pela intermediação bancária. Este foi o caso, por exemplo, e ainda o é, em grande medida, da Alemanha.

O SISTEMA FINANCEIRO NORTE-AMERICANO

O sistema financeiro norte-americano foi organizado, durante a maior parte do século XX, de acordo com os princípios estabelecidos à época do *New Deal*, incorporados, em sua maioria, ao *Glass-Steagal Act*. Essa lei determinou a segmentação dos mercados financeiros e a especialização das instituições financeiras. A principal razão para essa escolha foi a busca de segurança para o sistema financeiro, duramente atingido pela crise de 1929. Julgou-se que a crise foi magnificada pelas atividades especulativas dos agentes financeiros, entre os quais, particularmente, os bancos de tipo universal, que operavam com depósitos e crédito, mas também no mercado de títulos. A lei *Glass-Steagal* buscava, com a segmentação, impedir que, por razões especulativas, os agentes financeiros captassem recursos através de instrumentos incompatíveis, em maturidade e liquidez, com os ativos que adquirissem. Por outro lado, a segmentação serviria também para conter os eventuais choques sofridos pelo sistema aos mercados atingidos, sem que espirrassem para os outros segmentos.

No sistema financeiro norte-americano encontra-se, também, uma ênfase relativamente peculiar – dada sua intensidade praticamente única entre os países examinados – no estabelecimento de canais diretos de financiamento. Ao contrário da maioria dos outros casos, em que se vê uma instituição financeira interpondo obrigações de sua emissão entre o aplicador final e o tomador de recursos, no caso dos Estados Unidos encontram-se canais importantes de colocação de pa-

péis, inclusive ações e títulos públicos, diretamente junto ao público não-financeiro, aqui incluídos os investidores institucionais. A importância do financiamento direto, por sua vez, levou a uma grande diferenciação de instrumentos financeiros, de modo a que se pudesse oferecer ao público produtos adequados às suas preferências. Essa característica foi, naturalmente, favorecida tanto pela grande dimensão do mercado financeiro dos Estados Unidos, amplo não apenas em função da renda daquele país, como por sua distribuição. À medida que outros países desenvolvidos têm consolidado, em anos recentes, sua posição em termos de nível de renda e de relativa desconcentração de renda, tendências semelhantes à observada nos Estados Unidos – de diversificação de instrumentos financeiros e, conseqüentemente, de canais de intermediação – também se mostram visíveis, como se verá no Capítulo 18.

A diversificação de instituições se revela no número de tipos de instituições financeiras em operação dos Estados Unidos: bancos comerciais; outras instituições depositárias, inclusive de poupança; companhias financeiras e outros emprestadores especializados (companhias de financiamento de consumo e de vendas, companhias de financiamento comercial e *factoring*, e bancos hipotecários); companhias de seguros; fundos de pensão; fundos mútuos; e bancos de investimento, corretores e *dealers*. Todos esses tipos de instituição financeira, na verdade, poderiam ser agrupados em três grandes títulos:

O SISTEMA FINANCEIRO NORTE-AMERICANO

1. instituições depositárias, como bancos comerciais, associações de poupança e empréstimo, bancos de poupança mútua, cooperativas de crédito (*credit unions*);

2. instituições de poupança contratual, como companhias de seguro, fundos de pensão e companhias financeiras;

3. instituições voltadas para investimentos, como fundos mútuos e companhias de investimento.

Apesar da erosão continuada de sua posição, os bancos comerciais permanecem sendo o tipo de instituição dominante no sistema financeiro norte-americano. Por tradição e por imposição legal, bancos comerciais operam tipicamente na ponta mais curta do espectro de ativos financeiros, embora venham aumentando sua participação na provisão de recursos de prazo mais longo.

Além da separação entre bancos comerciais e de investimento, foi também muito importante a chamada “regulação Q”, do Federal Reserve, que proibiu o pagamento de juros sobre depósitos à vista. Como já visto, a principal razão para essas restrições referiu-se à segurança do sistema bancário: temia-se que a competição interbancária levaria ao oferecimento de taxas de juros crescentes sobre depósitos, forçando os bancos a buscar aplicações arriscadas para honrar seus compromissos. Apesar de haver alguma evidência de que os bancos que pagavam juros sobre depósitos tiveram melhor desempenho do que os restantes, a proibição foi imposta, o que veio a custar caro aos

bancos, já nos anos 70, quando, sob o acicate da inflação elevada, instrumentos de características semelhantes aos depósitos, sobre os quais, no entanto, pagava-se juros, foram introduzidos por instituições concorrentes. Naquela década foram criados os fundos de mercado monetário (*Money Market Funds*), que, livres da pesada regulação que recaía sobre os bancos comerciais, puderam emitir substitutos dos depósitos, como as contas NOW (*negotiable order of withdrawal*) que nada mais eram que depósitos à vista remunerados. Esses fundos não contavam, naturalmente, com a proteção das autoridades monetárias, em caso de crises de liquidez, mas isto não os impediu de tomar aos bancos parcelas importantes do mercado de depósitos quando as perdas reais acarretadas pela inflação sobre os depósitos à vista tradicionais tornaram essa opção inaceitável, exceto para as necessidades transacionais mais imediatas. O reconhecimento que esses fundos eram efetivamente instituições depositárias, tanto quanto bancos comerciais, veio com o DIDMCA (*Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*), de 1980, que submeteu os fundos, bem como outras instituições de natureza semelhante, a um mesmo conjunto de restrições, como a necessidade de depositar reservas contra depósitos junto às autoridades monetárias, estendendo, em contrapartida, àquelas instituições os benefícios do apoio do Federal Reserve System como emprestador de última instância. Além dessas medidas, um calendário de re-

O SISTEMA FINANCEIRO NORTE-AMERICANO

moção das restrições sobre a fixação das taxas de juros (*phasing out*) foi adotado de modo a que as taxas fossem livremente negociadas em 1986, ao mesmo tempo em que se concedeu ampla autorização para a criação de contas NOW em todo o país. O DIDMCA teve como objetivo explícito igualar as condições de concorrência entre as instituições depositárias ao mesmo tempo em que a rede de segurança foi estendida para proteger esses novos participantes.

Na verdade, a densa rede de regulações sob as quais deveriam operar os bancos comerciais, muito mais pesada do que aquelas incidentes sobre qualquer outro tipo de instituição financeira, já há muito servia como indutor de inovações financeiras, isto é, da criação de novas práticas e instrumentos que permitissem aos bancos perseguir mais livremente seus objetivos. A permissão para a constituição de *holdings* bancárias já era uma forma de contornar a Muralha da China que a lei Glass-Steagal pretendeu construir separando os mercados. A possibilidade de instalação de caixas automatizados (ATM: *automated teller machine*) além das fronteiras do estado de origem de cada banco também já permitia aos bancos contornar, em certo grau, as proibições de transações interestaduais. Mas foi, talvez, na introdução dos métodos de administração de passivos (*liability management*) que o movimento de inovação foi mais intenso previamente à

onda desregulatória dos anos 80. A busca de recursos através de outros canais que não os depósitos à vista – ilustrada pela importância já citada dos depósitos a prazo, cujo crescimento se deu principalmente pela emissão de certificados de depósitos, em grande parte negociáveis – teve impulso precisamente em função das restrições colocadas sobre a captação tradicional de depósitos. A criação dos CDBs, certificados negociáveis de depósitos a prazo, permitiu aos bancos o acesso a recursos sobre os quais incidiam menores requisitos de reservas, ao mesmo tempo em que se permitiam melhores condições de concorrência com outras instituições depositárias, sujeitas a menores restrições. A contrapartida foi um certo aumento na vulnerabilidade dos passivos bancários a variações das taxas de juros, que passaram a se manifestar não apenas sob a forma de perda de depósitos, como antes, mas pelo aumento das obrigações passivas dos bancos.

A legislação e as regulações que marcaram a estrutura financeira norte-americana vêm sendo corroídas há muitos anos, freqüentemente com as bênçãos de instituições como o Federal Reserve. O marco fundamental dessas mudanças deu-se no final de 1999, com a passagem da Lei de Modernização Financeira, que veio a substituir a Lei Glass/Steagal depois de muitos anos de debate, eliminando as restrições à formação de instituições bancárias diversificadas.

mas baseados em crédito para modelos mais próximos do americano, com o desenvolvimento de operações de securitização, dos mercados de derivativos etc.

2.2. SISTEMAS FINANCEIROS SEGMENTADOS E SISTEMAS DE BANCO UNIVERSAL

Em paralelo à distinção entre sistemas fundamentalmente de mercado (como o dos Estados Unidos) e os de crédito (como os restantes), há uma segunda diferenciação relevante a se estabelecer, qual seja, entre sistemas financeiros *segmentados* e os de *banco universal*. Sistemas financeiros segmentados são aqueles em que diferentes segmentos do mercado financeiro são operados por instituições específicas. Neste caso, a tomada de depósitos e oferta de empréstimos de prazos mais curtos, por exemplo, são exclusivos de *bancos comerciais*, que não podem, por sua vez, operar em outros segmentos, enquanto a operação com papéis privados é exclusiva de bancos de investimento, impedidos, por sua vez, de captar depósitos à vista etc. Nesta forma de organização, à diferença de funções exercidas no mercado financeiro corresponde uma diferença na personalidade jurídica das instituições financeiras. Assim, funções de banco comercial, por exemplo, são reservadas exclusivamente a instituições que se disponham a confinar suas atividades ao segmento específico, abrindo mão de uma eventual participação em outros segmentos. Esse tipo de sistema, de especialização institucional relativamente rígida, é característico das economias norte-americana e japonesa.

Em contraste com a segmentação institucional dos sistemas descritos, a outra forma de organização baseia-se na figura do *banco universal*. O banco universal é um tipo de instituição que, em princípio, é autorizada a operar em qualquer segmento do mercado. O uso da expressão *em princípio* se deve a que, na prática, como se verá, há uma diferença importante entre estar *autorizado a operar* e estar *efetivamente operando*. O banco universal, ao contrário do banco japonês, pode captar e fazer empréstimos tanto de curto como de longo prazos, e, ao contrário do banco norte-americano, pode tanto trabalhar com depósitos e empréstimos quanto subscrever e colocar ações e bônus privados no mercado. Em alguns casos, mas não em todos, pode ainda operar no mercado de seguros.

A permissão de operação de bancos universais se apóia na concepção de que a intermediação financeira é uma atividade marcada pela existência de *economias de escopo* significativas. Economias de escopo existem quando a produção de um bem ou serviço é mais barata ou lucrativa quando realizada em conjunto com a produção de outros bens e serviços do que isoladamente. No caso do banco universal, argumenta-se que há economias de escopo na produção de informação sobre tomadores de recursos (a criação de um cadastro exige investimentos significativos, mas, uma vez existente, o mesmo cadastro pode se prestar a fundamentar vários tipos de operações financeiras), na utilização dos equipamentos de informática e comunicação, na utilização dos sistemas de pagamentos, e na monitoração dos clientes e descoberta de novas oportunidades de negócios. Tais argumentos sugerem que o *one-stop banking* (isto é, a instituição bancária em que um cliente teria todas as suas demandas por ser-

O SISTEMA FINANCEIRO JAPONÊS

O sistema financeiro japonês é semelhante ao norte-americano no que tange à segmentação do mercado e à busca de especialização institucional. Em contraste, porém, com o verificado nos Estados Unidos, no Japão o financiamento é predominantemente indireto, através da oferta de crédito, mais do que pela colocação de títulos dos tomadores finais junto aos poupadores. Na verdade, a estrutura financeira japonesa passou por grandes transformações a partir de meados dos anos 70, quando a crise do petróleo encerrou o chamado período de alto crescimento. A onda de mudanças mais recentes nos sistemas financeiros, que se dá em escala mundial, veio se superpor às transformações que já estavam em curso desde os anos 70, reforçando algumas de suas características e impondo mudanças de rumo em outras.

Durante o período de alto crescimento, que vai até cerca de 1975, a matriz de fluxos de fundos japonesa era caracterizada pela identificação do setor famílias como superavitário, das empresas como deficitário e do governo como levemente deficitário. O mercado financeiro estava organizado para canalizar a poupança das famílias para as empresas, de modo a financiar seus investimentos. O sistema financeiro japonês, dominado pelos bancos, mostrou-se bastante funcional na coleta e distribuição de recursos financeiros para investimento, viabilizando o intenso ritmo de crescimento da economia do Japão até os anos 70. Taxas de juros subsidiadas foram instrumentos importantes da política deliberada de sustentação do crescimento.

O quadro muda drasticamente após 1975. Em termos da matriz de fluxos de fundos, as famílias continuam amplamente superavitárias, mas o governo toma o lugar das empresas como setor mais deficitário, em função tanto da relativa estagnação da economia, que diminui a demanda das firmas por fundos externos para investimento, quanto do apelo do governo a políticas fiscais deficitárias para a sustentação da demanda agregada. Em consequência destas mudanças, o mercado monetário se expande, forçando um movimento, lento, mas inexorável, de liberalização das taxas de juros, que, por sua vez, estimula as famílias a substituir aplicações em depósitos bancários por outros ativos de maior rentabilidade. Em resultado, começa a operar um processo de desintermediação bancária e securitização, que, por sua vez, coloca a necessidade de melhorar o grau de substitutibilidade entre os ativos, o que se choca com o princípio da especialização institucional. A participação dos bancos no mercado financeiro, em consequência, tem declinado desde 1975, ainda que seu papel continue dominante,* e que a distinção entre instituições se torne progressivamente menos visível. O processo de mudança no Japão é particularmente lento, de qualquer modo, pela influência dos organismos de regulação, notadamente o Ministério das Finanças, geralmente contrário a inovações.

*Suzuki (1987) estimava que, em meados dos anos 80, o levantamento de fundos domésticos através da colocação de papéis tinha se elevado para cerca de 40% do total.

O SISTEMA FINANCEIRO JAPONÊS

As instituições financeiras japonesas podem ser agrupadas em sete classes: 1. bancos comerciais; 2. instituições financeiras de crédito de longo prazo; 3. bancos especializados em câmbio; 4. instituições financeiras voltadas para o financiamento de pequenas empresas; 5. instituições financeiras para o apoio a setores especiais; 6. companhias transacionadoras com papéis (*securities companies*); e 7. instituições financeiras públicas.

Os bancos comerciais provêem depósitos, liquidam pagamentos e servem para a transmissão de política monetária. Essas instituições operam, em princípio, na ponta mais curta do espectro de maturidades, embora captem recursos de mais longo prazo e façam empréstimos de médio e longo prazos mais frequentemente que o comum em bancos comerciais. Na verdade, após 1975, o crescimento da securitização tem não apenas reduzido a presença de bancos como também incentivado a associação entre instituições financeiras de natureza diversa, obscurecendo as divisões originais.

Há duas categorias de bancos comerciais: os grandes (*city banks*) e os regionais. Os grandes fazem empréstimos principalmente para grandes firmas, captando a maior parcela dos depósitos totais através de contas à vista ou a prazo, com maturidade de até dois anos. Os bancos regionais, por sua vez, captam depósitos em

áreas restritas, muitas vezes acumulando mais recursos do que podem emprestar diretamente a clientes. O excesso de liquidez é, normalmente, dirigido para os mercados monetários, isto é, para aplicações de curtíssimo prazo.

Os bancos de crédito de longo prazo captam depósitos de firmas-clientes ou do governo, mas não do público em geral, mas sua principal fonte de recursos é a emissão de debêntures de maturidades variando entre um e cinco anos, usando esses recursos para fazer empréstimos de até dez anos a empresas. A estagnação da economia japonesa impôs a essas instituições *spreads* extremamente baixos, ou mesmo nulos (Suzuki, 1987). Outra instituição financeira voltada para o financiamento de longo prazo são os bancos de aplicação (*trust banks*). Os bancos de aplicações fazem empréstimos de longo prazo valendo-se da captação de poupança do público, funcionando como fundos de investimento em papéis do mercado monetário, títulos em geral, propriedade móvel ou imóvel e direitos sobre arrendamento imobiliário. Aplicam recursos também em empréstimos a grandes empresas.

Há, ainda, outros dois tipos de bancos: os bancos *sogo*, voltados para pequenas empresas, embora, com a liberalização financeira, estejam diversificando suas aplicações, e os bancos *shinkin*, que operam como cooperativas de crédito.

O SISTEMA FINANCEIRO JAPONÊS

Além dos bancos, existem ainda outros intermediários financeiros privados, como companhias de seguro, que demandam principalmente, mas não exclusivamente, instrumentos financeiros seguros de longo prazo; companhias de financiamento habitacional, geralmente à base de recursos obtidos junto às instituições financeiras de que são subsidiárias; fundos de investimento em papéis, que recolhem fundos e os repassam a bancos de aplicação para investimento de acordo com sua orientação; companhias de crédito ao consumidor; companhias financeiras do mercado de títulos (*securities finance companies*), que suprem fundos para regularizar a emissão e circulação de ações e títulos de dívida (*bonds*), financiadas por fundos próprios, ou tomados nos mercados de curtíssimo prazo (*call markets*), bancos comerciais ou mesmo no Banco do Japão; corretoras e *dealers*, que compram, vendem, agenciam ou subscrevem títulos; e *dealers* do mercado monetário, canal para que o Banco do Japão possa ajustar as condições do mercado financeiro operando através do mercado aberto.

Finalmente, instituições financeiras públicas alocam fundos para o apoio a setores objeto de escolha política. Essa alocação é financiada através de poupanças captadas através do correio (maior instituição financeira do mundo em termos de depósitos) ou seguro social.

Originalmente, definições estritas das operações permitidas a cada tipo de instituição sustentavam a alta segmentação do sistema financeiro japonês.

Entre as restrições mais importantes estava a separação entre instituições depositárias e as que emitem debêntures, ou que operam como fundos de investimento e emprestam a longo prazo. Como aponta Suzuki (1987), a segmentação era tripla no mercado financeiro: entre operações de curto e longo prazos; entre instituições depositárias e as voltadas para a negociação de papéis; e entre os ofertantes de crédito e aplicadores em papéis. Característica particular do sistema financeiro daquele país é a ênfase na colateralização de empréstimos, muito maior que em outros sistemas.

Essas barreiras que segregam as áreas permitidas de atuação às instituições financeiras têm sido gradativamente corroidas. Em novembro de 1994, os seis grandes bancos comerciais foram autorizados a operar com títulos através de intermediários. Por outro lado, a prolongada recessão sofrida pela economia japonesa desde o início dos anos 90, combinada com a intensificação da competição acarretada pela globalização financeira teve impacto particularmente intenso sobre a saúde do sistema financeiro daquele país. Como mostrou a revista *Euromoney* (fevereiro de 1994), as instituições financeiras japonesas são prejudicadas competitivamente pela demora do Ministério das Finanças em autorizar a introdução de inovações acessíveis às instituições de outros países. A tendência à securitização, por sua vez, sofre percalços pela fraqueza ou inexistência de mercados secundários, o que reduz a liquidez, e aumenta os riscos dos

O SISTEMA FINANCEIRO JAPONÊS

papéis. A própria forma tradicional de operação de administradores de investidores institucionais cria desvantagens competitivas ao impedir a especialização de operadores em mercados crescentemente sofisticados. Nessas condições, não deveria surpreender o progressivo esvaziamento do mercado financeiro doméstico, resultado da transferência de empresas financeiras japonesas para outras praças, notadamente Hong Kong (*Euromoney*, dezembro de 1994).

Nesse tipo de estrutura institucional, a provisão dos serviços financeiros requeridos – isto é, a provisão de liquidez e a alocação de poupança financeira – tem lugar através das relações entre instituições, como no caso dos Estados Unidos. A diferença mais importante entre os dois casos reside no ainda baixo

recurso a formas de financiamento direto, predominando a interposição de intermediários financeiros entre tomadores e emprestadores finais.

Na década de 1990, os bancos japoneses tiveram de lidar com os efeitos do fim da bolha especulativa que marcou os mercados de ações do país na década de 1980 e com a estagnação da economia. Em resultado, um movimento de reestruturação ampla do setor foi iniciado ao final dos anos 1990, conhecido como *big bang*. Esse movimento se destina a promover fusões, desregular mercados e aumentar a competitividade e a solidez das instituições financeiras japonesas, processo que ainda está em curso.

Y. Suzuki, *The Japanese Financial System*, Clarendon paperbacks, 1987.

viços financeiros satisfeitas) seria uma forma mais eficiente de organização das relações financeiras que a fragmentação de sistemas como o norte-americano, que força a duplicação de despesas.³

Argumentos críticos da suposta superioridade dos bancos universais usualmente se baseiam na questão dos riscos de contágio dessa forma de organização, que se argumentam maiores, na possibilidade de conflitos de interesse, na diferença de “culturas” bancárias e na diversidade de preferências dos clientes. Quanto à questão do risco, entendem os críticos do banco universal, organização predominante nos Estados Unidos até a Grande Depressão da década de 1930, que essa forma facilita a transmissão de crises financeiras localizadas para outros mercados, transformando-as em crises sistêmicas, porque as instituições tentam defender seus ramos em crise com

3. Há grandes divergências entre os pesquisadores a respeito da existência e importância de economias de escopo e de escala. De modo geral, nos estudos baseados no caso norte-americano as economias identificadas, tanto de escala quanto de escopo, são geralmente de importância muito limitada. Muitos atribuem esse resultado, porém, ao fato de que as instituições financeiras americanas têm seu raio de ação severamente limitado pela legislação vigente, o que influencia os resultados, podendo mesmo torná-los inúteis.

recursos provindos de outros segmentos. À parte a validade do argumento para o período em que foi desenvolvido, a década de 1930, é importante apontar que o banco universal não é necessariamente menos regulado do que o banco especializado. Na verdade, o que é diferente é a incidência da regulação. Os bancos universais alemães são submetidos a pesadas regulações voltadas para atender às mesmas preocupações que afligiram os reguladores americanos. Na Alemanha, o banco universal não pode usar livremente os recursos captados para a aplicação que lhe parecer mais atraente. Recursos de dada origem têm seu uso confinado a aplicações que sejam compatíveis com as condições em que foram conseguidos. Depósitos à vista, por exemplo, não serão utilizados para fazer empréstimos de longo prazo, pois tal descasamento de ativos e passivos ameaçaria a liquidez do banco. A diferença não está em que o banco segmentado tem suas escolhas cerceadas e o banco universal não. A diferença está em que, no primeiro caso, as regulações separam instituições; e no segundo separam operações de uma mesma instituição.

Os conflitos de interesse podem surgir quando uma instituição tem a possibilidade de utilizar uma informação sobre um cliente, obtida com um determinado propósito, para outro fim, que possa ser prejudicial ao cliente. Por exemplo, um banco que faz empréstimos a uma empresa e se vale das informações que obtém privilegiadamente para orientar sua política de compra de papéis desta mesma empresa, possivelmente em seu prejuízo.

O conflito de "culturas" tem se evidenciado nas experiências recentes de fusão e aquisição entre bancos comerciais e bancos de investimento. Os primeiros, por sua natureza, são voltados para o estabelecimento de relações de prazo mais longo com clientes, tendo interesse no sucesso de seus projetos, porque deles depende a recuperação de seus empréstimos. Já os bancos de investimento são orientados por resultados de prazo mais curto, obtidos com a mera colocação de papéis junto a terceiros. Tais "culturas" podem conflitar, inclusive, o que é obviamente muito importante, no desenho dos sistemas de remuneração dos funcionários dos bancos. Este é um ponto muito importante, ao qual voltaremos no Capítulo 18.

Finalmente, nos casos dos bancos universais já existentes, as evidências disponíveis não são claramente favoráveis à hipótese de que clientes prefiram concentrar seus negócios em uma instituição. Muitos estudos mostram que, se por um lado, uma determinada "marca" é certamente importante para um cliente como indicador de segurança, competência e confiabilidade (favorecendo a diversificação de serviços oferecidos pela instituição financeira), essa influência se choca com outra que lhe é oposta, que é o desenvolvimento de instituições especializadas na provisão de certos tipos de serviços financeiros.

É importante não se perder de vista, por outro lado, que os bancos universais efetivamente existentes ainda estão razoavelmente longe de encarnar as qualidades teoricamente atribuídas àquele tipo de instituição. É neste contexto que a diferença entre *estar autorizado a atuar* e *estar efetivamente atuando* em todos os segmentos se mostra crucial. Os exemplos mais importantes de bancos universais são os alemães e os suíços, particularmente os primeiros. Os bancos universais alemães *podem* operar tanto no tradicional mercado de crédito quanto no mercado de capitais. O sistema financeiro ale-

O SISTEMA FINANCEIRO ALEMÃO

O banco universal está definido na Lei Bancária alemã de 1961 como uma instituição de crédito engajada em: aceitar depósitos, fazer empréstimos, descontar notas, prover corretagem de títulos, serviços de custódia, operar fundos de investimento, prover garantias financeiras, prover giro de fundos etc. A legislação bancária alemã permite a existência tanto de organizações universais quanto especializadas, voltadas para nichos específicos de mercado. Em 1988, 94% das corporações bancárias eram universais, às quais se permite investir em empresas não-bancárias ou serem possuídas por empresas não-bancárias.

Na verdade, constituir-se em banco universal significa apenas estar *autorizado* a oferecer todos os serviços mencionados, não garantindo que o banco operará efetivamente com aquele grau de diversificação. A sofisticação dos mercados financeiros alemães é, na realidade, pequena. Os poupadores alemães exibem, ainda hoje, no geral, uma marcada preferência por depósitos bancários ou pela aplicação em papéis emitidos por bancos, que, por sua vez, se valem desses recursos para fazer empréstimos. Como recentemente observou a revista *The Economist* (02/12/1995), os bancos alemães nunca foram realmente universais, enfrentando atualmente grandes dificuldades para se adaptar a um sistema financeiro globalizado, sofrendo a competição de instituições financeiras capazes de atuar em um grande número de mer-

cados diferentes, através da operação com instrumentos bastante diversificados, denominados em moedas diversas.

Mas mesmo se tomarmos como bancos universais aqueles capazes de operar na provisão das várias maturidades e modalidades de crédito, apenas algumas das instituições incorporadas como universais realmente o são. O sistema financeiro alemão pode ser dividido em quatro ramos: 1. os bancos universais privados, dominados por quatro grandes instituições; 2. os bancos públicos de poupança; 3. as cooperativas de crédito; e 4. instituições com funções especiais.

O mercado de capitais alemão é, nessas condições, singularmente atrofiado. As empresas são bastante dependentes de crédito, praticamente inexistindo canais diretos de financiamento. Até os anos 70, o desenvolvimento de mercados de capitais também foi prejudicado pela inexistência de títulos públicos, dada a prolongada posição fiscal superavitária do governo alemão. Apenas na década dos 70 é que o governo federal adotou políticas de demanda agregada que envolveram a geração de déficits públicos a serem financiados pela emissão de títulos. Em consequência, ainda hoje a política monetária alemã opera através da disponibilidade de crédito, pela manipulação dos mecanismos de redesconto e do guichê lombardo, em contraste com a experiência de outros países desenvolvidos, baseada no uso do mercado aberto.

O SISTEMA FINANCEIRO ALEMÃO

Os bancos privados lideram as operações de financiamento ao comércio internacional e à indústria. Esses bancos não se envolvem na captação de depósitos do público, voltando-se mais para a colocação e negociação com títulos, controlando o financiamento das empresas pela operação como banco de investimento. Cabe aos bancos de poupança operar com depósitos do público e com aplicações em empréstimos pessoais, para autoridades públicas locais e hipotecas. Entre essas instituições estão os *Länderbanken*, bancos estaduais estatais que operam o sistema de pagamentos e colocam seus excedentes de recursos nos mercados monetário e de capitais. Esses bancos, em grande parte, desenvolveram-se tornando-se universais. As instituições especiais de crédito financiam atividades de construção, pública e privada, trabalhos públicos especializados e crédito ao consumidor.

Como já observado, a centralização de operações "sob um único teto", definidora do banco universal não significa que fundos obtidos de todas as formas sejam canalizados a projetos apenas de acordo com sua rentabilidade esperada. Na verdade, o grau em que esse sistema realiza a transformação de maturidades, isto é, a absorção de recursos através da criação de passivos com uma certa duração para repassá-los a tomadores pela criação de ativos com uma duração diferente (usualmente, maior), é relativamente pequena. Exatamente pelos riscos que a operação integrada do

banco universal representa para a solvência e a liquidez da instituição bancária, regulações prudenciais são bastante estritas com relação ao uso de recursos. A solvência dos bancos é garantida, antes de mais nada, pela aplicação do "princípio da liquidez": empréstimos de longo prazo não podem exceder os fundos obtidos por canais de longo prazo. Deste modo, a disponibilidade de fundos de longo prazo está restrita pela estrutura de obrigações passivas dos bancos. Assim, empréstimos de longo prazo estão subordinados à captação de depósitos de poupança ou à colocação de certificados de poupança e títulos (*bonds*) do próprio banco. Se a transformação direta de maturidades é vedada pela regulação bancária, é cabível nos perguntarmos como esse sistema pode ser mais eficiente que um sistema segmentado. Naturalmente, o ponto se resume a saber com que recursos conta o banco para financiar a retenção de títulos das empresas investidoras, enquanto não chega o momento adequado para colocá-lo junto a poupadores finais. Alternativamente, se os investimentos das firmas serão realizados com financiamento bancário, a questão é saber qual a flexibilidade que os bancos possuem para escolher o momento de colocar suas próprias obrigações passivas no mercado para restabelecer seu equilíbrio de balanço. Em outras palavras, tal sistema pode ser eficiente se houver facilidades para que a provisão de liquidez para os tomadores possa ser separada temporalmente da captação de recursos junto aos

O SISTEMA FINANCEIRO ALEMÃO

poupadores. Isto pode se dar se o banco tiver como financiar o período entre a subscrição de papéis da firma investidora e a sua colocação em mercado pela criação de crédito de curto prazo interna ao próprio banco. De fato, a colocação no mercado de títulos tanto públicos quanto os emitidos pelos bancos está sujeita à orientação do Comitê Central de Mercado de Capitais, do qual participa um membro do Bundesbank, que regula a seqüência e os períodos em que os títulos serão colocados de modo a evitar pressionar o mercado. Já os títulos (*bonds*) das empresas não-financeiras são absorvidos primeiro por consórcios de bancos que decidem a sua colocação em mercado posteriormente. Como a emissão de ações

não se constitui em fonte significativa de recursos para as empresas, essa parece a solução particular do sistema alemão às demandas de eficiência formuladas acima.

Nos últimos anos, os bancos líderes alemães têm promovido intensos esforços de modernização e diversificação de atividades, tanto em termos de setores quanto de áreas geográficas. Com isso, inovações financeiras estão sendo introduzidas e mercados de capitais desenvolvidos com grande rapidez. A criação do euro, em 1999, contribui para isso, ao criar a possibilidade de ocupação de um mercado financeiro europeu unificado, de dimensões comparáveis às do mercado norte-americano.

mão, contudo, durante a maior parte do pós-guerra foi um sistema relativamente primitivo, dominado por depósitos bancários, do lado da captação, e pela realização de empréstimos pelo lado da aplicação. Mercados de capitais eram pouco relevantes. Empresas não abriam seu capital e tinham seus títulos de dívida absorvidos pelos bancos. O setor público, com orçamento equilibrado até os anos 70, não contribuiu para a formação de um mercado de capitais através da negociação de dívida pública. Operações de mercado aberto como instrumento de política monetária não eram utilizadas, substituídas pelo uso do redesconto e do guichê lombardo. O predomínio da intermediação bancária se sustentou não apenas pela relativa falta de sofisticação de tomadores e aplicadores, que se contentavam com as formas relativamente toscas de ativos e obrigações disponíveis, mas também pela regulação bancária voltada mais para a preservação do poder da autoridade monetária, do que para o desenvolvimento do mercado.⁴

A Tabela 16.3 ilustra alguns aspectos centrais dos dois tipos de estrutura. As primeiras duas colunas mostram a importância das relações desintermediadas na economia americana em contraste com a alemã: enquanto, em 1990, apenas 32% dos ati-

4. O exemplo mais visível disso talvez seja a oposição do Bundesbank à criação de fundos mútuos de mercado monetário na Alemanha, visto como um elemento de enfraquecimento do poder dos bancos na concessão de créditos e, assim, do poder da autoridade monetária de regular a oferta de crédito. Cf. *Euro-money*, dezembro de 1994 e março de 1995.

vos financeiros domésticos totais eram detidos por instituições financeiras nos Estados Unidos, na Alemanha esse número atingia 53%. A quarta coluna, por sua vez, mostra a concentração de ativos totais das instituições financeiras nas mãos dos bancos na Alemanha (77% em 1990), em contraste com a situação norte-americana, onde bancos detinham apenas 37% dos ativos totais das instituições financeiras. Esse contraste, naturalmente, ilustra o fato de que o sistema alemão, como o francês, é marcado pela presença do banco universal.⁵

TABELA 16.3
Indicadores de Estrutura Financeira

	Taxa de Intermediação Financeira (1)		Taxa de Intermediação Bancária (2)		Concen- tração (3)	Participação Estrangeira	Estatização de Ativos
	1980	1990	1980	1990	1990	1990	1990
EUA	0,36	0,32	0,52	0,37	17,6	22	0
Japão	0,45	0,47	0,35	0,38	31,1	1,8	0 (4)
Alemanha	0,53	0,53	0,82	0,77	26	3,9	50
França	0,5	0,47	0,88	0,74	48,8	12,4	12
Itália	0,5	0,39	0,65	0,58	37,8	2,9	63
Reino Unido	n.d.	0,37	n.d.	0,59	31,4	57,2	1

(1) Razão entre ativos financeiros das instituições financeiras (inclusive bancos) e os ativos financeiros de todos os setores domésticos.

(2) Razão entre ativos do setor bancário e ativos de todas as instituições financeiras.

(3) Participação dos cinco maiores bancos nos ativos totais dos bancos.

(4) Exclui depósitos postais que constituem cerca de 30% do total.

Fonte: Edey e Hviding (1995).

Em suma, os sistemas financeiros existentes na realidade se dividem entre aqueles amplamente diferenciados, operados por instituições especializadas, como o americano, e aqueles em que predominam bancos universais, teoricamente capazes de operar em múltiplos segmentos, mas que, no entanto, não têm essa capacidade por existirem em sistemas ainda insuficientemente diferenciados, como o alemão. Dessa situação resulta uma tensão importante para a previsão dos possíveis desenvolvimentos das estruturas financeiras, entre instituições que habitam mercados altamente sofisticados e diversificados, mas que têm sido confinadas a segmentos específicos e pressionam para alargar seu horizonte de atuação; e outras que, podendo diversificar suas atividades, apenas recentemente se viram a braços com a necessidade real de criar capacidade de operação efetiva nesses mercados. Disso resultará, ao que tudo indica, como exploraremos mais adiante, uma fusão de caminhos, levando a estruturas financeiras em que instituições operam de forma diversificada como um banco universal, mas em sistemas sofisticados e diferenciados, como o norte-americano, em escala possivelmente global.

5. Os dados sobre o Japão são distorcidos pelo peso dos depósitos feitos no sistema postal, cerca de 30% do total, que não é incluído entre os bancos. A mesma advertência vale para a última coluna.

O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

O sistema financeiro brasileiro é extremamente sofisticado e diferenciado, quando comparado com os de outros países em estágio igual ou mesmo superior de desenvolvimento econômico. Apesar de dominado por um pequeno número de grandes bancos de tipo universal, há um mercado de capitais bastante desenvolvido em ativa operação, onde interagem instituições bastante ágeis e competitivas. Esses mercados, inclusive de derivativos, já estão em operação há alguns anos e colocam o sistema financeiro brasileiro em posição incomum entre as economias emergentes.

O sistema atual foi estruturado em meados dos anos 1960 e gradualmente transformado, em função do contexto em que atuou desde então, marcado especialmente pelo regime de alta inflação. Após as grandes mudanças de natureza legislativa e regulatória implementadas na década de 1960, o sistema voltou a ter suas regras alteradas de forma profunda em 1988, o que mudou radicalmente a concepção de sistema financeiro que se buscava para o país.

Entre 1964 e 1965, logo em seguida ao golpe militar de 1964, o mercado financeiro brasileiro passou por grandes transformações. Entre as mudanças mais importantes contam-se a criação de um Banco Central, a introdução da indexação de contratos financeiros, o estímulo ao desenvolvimento de mercados de capitais não apenas de títulos públicos, como também de

ações de empresas privadas, e a criação de fundos institucionais de investimento administrados pelo governo federal. Com relação ao sistema financeiro privado, até então praticamente restrito à operação de bancos comerciais, instituições de poupança e companhias de financiamento, procedeu-se a uma ampla reforma institucional através da qual pretendia-se criar no país uma estrutura moldada no sistema segmentado de mercado adotado nos Estados Unidos. Restrições à conglomeração financeira, que rapidamente se mostraram ineficazes, foram adotadas, definindo-se papéis específicos para cada grupo de instituição financeira, entre os quais se destacavam os bancos comerciais (para operar o sistema de depósitos e empréstimos de curto prazo), os bancos de investimentos (para promover o desenvolvimento de um mercado de capitais adaptado ao financiamento do investimento privado), as instituições de poupança e empréstimo (para o financiamento do setor habitacional), as companhias de crédito, financiamento e investimento (para o crédito ao consumidor), e, finalmente, as corretoras e distribuidoras de valores (para apoiar o desenvolvimento das bolsas de valores). Créditos de longo prazo seriam inicialmente oferecidos por instituições como o BNDE, posteriormente rebatizado de BNDES, a partir de recursos recolhidos pelos fundos de desenvolvimento institucionais, destacadamente o FGTS, o PIS e o PASEP.

O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

Esse sistema começou a ser transformado pela ação de duas forças. Por um lado, lacunas legais permitiram que a segmentação pretendida fosse substituída pela conglomeração financeira. Por outro, a aceleração da inflação a partir dos anos 1970 levou ao desaparecimento dos segmentos voltados para a oferta de créditos de longo prazo. Também a acumulação de desequilíbrios fiscais, especialmente resultantes da intensificação do processo inflacionário, acabou tornando o governo o principal tomador de recursos do sistema, distorcendo sua operação.

A conglomeração bancária acabou sendo reconhecida de direito em 1988, quando o Banco Central autorizou a criação de *bancos múltiplos*, que nada mais são que uma versão local do banco universal. O banco múltiplo é aquele que combina pelo menos duas carteiras de um conjunto de quatro, entre as quais as mais importantes são as carteiras de banco comercial e de banco de investimento. A separação dessas duas funções é o fulcro sobre o qual repousa o conceito de segmentação.

Os anos 1990 foram um período de transformações importantes para o setor financeiro brasileiro. Com a autorização de formação de bancos universais, o sistema financeiro passou a ser dominado, como é natural, por esse tipo de bancos. Por outro lado, a persistência e agravamento da alta inflação e dos desequilíbrios dela resultantes levou o sistema brasileiro a virtualmente especializar-se no fi-

nanciamento do Estado através da absorção de títulos da dívida pública. Estes títulos tinham vantagens sobre aplicações no setor privado, por renderem elevadas taxas de juros ao mesmo tempo que preservavam alto prêmio de liquidez.

Essa situação mudou radicalmente com a estabilização de preços alcançada com o Plano Real, em 1994, mas a mudança mostrou-se temporária. O fim da inflação fazia antecipar o reequilíbrio das contas públicas e a perda da oportunidade de aplicações em dívida pública. Conseqüentemente, os bancos voltaram-se para novas formas de operação, especialmente aquelas ligadas ao financiamento do consumo privado e da oferta de capital de giro às empresas. Infelizmente, o Plano Real, ao mesmo tempo que promoveu a estabilização de preços, aumentou também muito a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Para lidar com esta vulnerabilidade, o Banco Central viu-se freqüentemente obrigado, nestes anos, a apelar para drásticas elevações de juros, o que aumenta muito o risco de aplicações junto ao setor privado. Com isso, a reorientação da atividade bancária na direção do suprimento de crédito ao setor privado foi, pelo menos temporariamente, revertida, voltando o setor a priorizar o financiamento do governo. Por outro lado, a eliminação dos ganhos inflacionários, até 1994 uma importante fonte de ganhos para o setor bancário brasileiro, implicou uma redução importante da renda absorvida pelo setor, como

O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

se vê na tabela a seguir, tornando os mercados mais estreitos e aumentando, assim, a pressão competitiva sobre as instituições bancárias. Deste modo, pode-se dizer com segurança que o processo de ajuste do setor bancário brasileiro ainda prossegue, e continuará por alguns anos provavelmente, já que se trata de adaptar-se a várias novas situações. É preciso adaptar-se às novas dimensões do mercado financeiro, muito menores do que

eram no período inflacionário. Além disso, a concorrência no setor tende a aumentar pela crescente penetração de bancos estrangeiros no sistema, a partir de 1996. Em adição a tudo isso, os bancos locais têm ainda de aprender a lidar com as transformações que estão se dando nas relações financeiras no resto do mundo, já que em uma economia crescentemente globalizada torna-se impossível ignorar tais tendências.

Participação Percentual das Instituições Financeiras no PIB

	1992	1993	1994	1995
Instituições Financeiras	12,13	15,61	12,37	6,94
Bancos	8,61	11,05	9,54	5,99
Comerciais e C.E.	2,59	2,28	2,47	2,12
Múltiplos	6,02	8,77	7,07	3,87
Bancos de Desenvolvimento	1,5	1,49	0,89	0,25
Corretoras de Títulos	0,51	0,7	0,43	0,2
Bancos de Investimento	0,45	1,06	0,71	0,06
Financeiras	0,26	0,34	0,22	0,13
Distribuidoras de Títulos	0,33	0,41	0,22	0,14
Arrendamento Mercantil	0,21	0,26	0,14	0,03
Crédito Imobiliário	0,11	0,07	0,06	0,04
Cooperativas	0,08	0,12	0,07	0,05
Auxiliares Financeiros	0,07	0,11	0,09	0,05

Fonte: IBGE/Andima, Sistema Financeiro: Uma Análise a Partir das Contas Nacionais (1990-1995).

3. O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

Como vimos, grande parte, senão a maior parte das diferenças que identificamos entre os sistemas financeiros existentes, se deve à ação de legisladores e reguladores que inibem as escolhas que os agentes privados poderiam fazer em uma determinada economia. Nas últimas décadas, porém, desenvolveu-se de forma espontânea um sistema financeiro fora da jurisdição de reguladores nacionais. Este sistema é chamado de *sistema financeiro internacional*.

O contraste mais visível entre os sistemas financeiros nacionais e o internacional é a ausência neste último de instituições reguladoras dotadas de poderes abrangentes de regulação e uniformização estrutural. Apesar da existência de instituições influentes como o BIS, o FMI etc., as restrições regulatórias existentes na esfera internacional decorrem seja da aceitação voluntária de regras, em geral prudenciais, pelos agentes privados participantes do sistema, seja dos relativamente poucos limites e normas que são decididos por consenso entre as nações. Por outro lado, a tendência predominante nos últimos anos à globalização das operações financeiras pode forçar uma uniformização de práticas e procedimentos até mesmo em função de pressões competitivas.

A relação entre o sistema financeiro internacional e os sistemas nacionais depende diretamente do grau de abertura destes últimos, seja à operação em território nacional de instituições financeiras estrangeiras, seja em termos da existência ou não de controles de capital. Trabalho recente divulgado pela OECD identifica uma tendência persistente à remoção de barreiras à circulação de capitais entre os países-membros, embora subsistam restrições significativas à instalação e operação de instituições estrangeiras nos espaços nacionais.⁶ Documentos do BIS e do FMI confirmam serem essas tendências também características de vários outros países. Para os temas a serem discutidos neste trabalho, consideraremos o sistema financeiro internacional (SFI) como incluindo não apenas aquelas instituições e mercados que operam de forma explicitamente multinacional (como, por exemplo, os mercados de *global bonds*) mas também aquelas a que recorrem, de forma ampla e persistente, tomadores de diversas origens nacionais em busca de recursos financeiros. Deste modo, na concepção aqui empregada de SFI estão incluídos os mercados nacionais, onde tomadores estrangeiros colocam papéis denominados na moeda local (caso dos títulos *yankee*, *samurais* etc.) em volume significativo.

Além das atividades de intermediação e securitização, consideraremos ainda outra modalidade, a que chamaremos de *apoio*. Sob este rótulo incluímos operações cuja importância cresce vertiginosamente, mas que não estão voltadas para a transferência de recursos financeiros *per se*, mas, sim, para o desenvolvimento de instru-

6. Cf. M. Edey e K. Hviding, "An Assessment of Financial Reform in OECD Countries", OECD Economics Department Working Paper 154, Paris, 1995. A internacionalização do sistema financeiro no interior de espaços como o da União Européia cria um dilema para os reguladores, já que abre a possibilidade de os agentes se beneficiarem da chamada *arbitragem regulatória*, isto é, alocarem sua atividade financeira nos países e regiões de regulação mais benevolente. Soluções provisórias foram adotadas para lidar com o problema, mas é difícil imaginar-se que algo menos que a uniformização de regimes regulatórios possa ser evitado.

mentos e mercados que permitam uma maior especialização dos ativos negociados, seja através da intermediação, seja da securitização. Aqui referimo-nos, genericamente, aos *derivativos*, cuja principal razão de existência não é permitir a circulação de recursos em si, mas a diferenciação dos ativos principalmente no que tange aos riscos envolvidos em cada operação. Na atividade de *intermediação*, o principal agente financeiro envolvido é o *banco comercial*, captador de depósitos, especialmente a termo, que são emprestados aos tomadores, seja por sua responsabilidade, seja através do *empréstimo sindicado*, isto é, o empréstimo feito por um grupo (sindicato) de instituições. A principal característica desse tipo de operação é a aceitação, pelo banco, do *risco de crédito* inerente ao empréstimo. Nas operações de *securitização*, o intermediário representativo é o *banco de investimento*, que tipicamente organiza o processo de colocação no mercado de papéis emitidos pelos tomadores, subscrevendo-os ou não, e fornecendo-lhes ou não facilidades de reforço de crédito e liquidez (*credit enhancement*). Neste caso, o intermediário financeiro sujeita-se aos *riscos de mercado e de liquidez*, transferindo o risco de crédito ao aplicador final. *Os mercados de derivativos desenvolveram-se, fundamentalmente, para reduzir ou socializar aqueles dois tipos de risco*. Já com relação ao risco de crédito, apenas agora começam a ser definidos mercados. A colocação de papéis junto aos aplicadores finais, como ações e títulos de dívida, não é, naturalmente, novidade. Em paralelo a esse processo de securitização, que pode ser chamada de *primária*, tem-se desenvolvido nova forma de captação, denominada *securitização secundária*. Esta consiste seja na transformação de financiamentos intermediados em securitizados, ou seja no "empacotamento" de obrigações de grupos relativamente homogêneos de tomadores, para colateralizar a emissão de obrigações do intermediário financeiro, geralmente apoiada em algum mecanismo de reforço de crédito e liquidez ou por operações nos mercados de derivativos.

Os mercados de títulos se dividem em dois segmentos: os *instrumentos de mercado monetário* (títulos de curto prazo) e o mercado de *bônus (bonds)* e notas (títulos de longo e médio prazos). Este último segmento é, de longe, o mais importante. De acordo com o Banco de Compensações Internacionais, em dezembro de 1999, o estoque de instrumentos de curto prazo em poder do público chegava a US\$ 260 bilhões, enquanto o estoque de *bônus* e notas alcançava quase US\$ 5 trilhões.

Crédito é ofertado no SFI por bancos individuais ou mais freqüentemente pela organização de *sindicatos de emprestadores*, reunindo várias casas bancárias. Esta modalidade de crédito era muito utilizada para a concessão de empréstimos a países em desenvolvimento até as crises de dívida externa de vários desses países (inclusive o Brasil) no início da década de 1980. Em reação à crise, seguiu-se um período de relativa estagnação neste segmento do mercado. Esta modalidade de captação voltou a crescer em 1995, ainda que parcela relevante dos valores apontados constitua-se apenas na definição de linhas de suporte de liquidez e outra parcela se resume à rolagem de créditos anteriores.

RESUMO

Neste capítulo foram discutidas as características das principais formas de estruturação do sistema financeiro. Um sistema financeiro é definido não apenas pela identificação de seus participantes e dos mercados em que interagem, mas também pela natureza das restrições legislativas e regulatórias que limitam sua operação. Assim, os sistemas financeiros podem ser classificados em quatro tipos, de acordo com dois critérios paralelos de enquadramento. Por um lado, de acordo com a forma pela qual aplicadores e tomadores se relacionam, temos de um lado os sistemas baseados em mercado de capitais e de outro os sistemas baseados em crédito. Em paralelo a essa classificação, temos outra, apoiada na latitude de operação permitida às instituições financeiras. Assim, temos de um lado os sistemas segmentados, onde as instituições financeiras têm sua operação confinada a segmentos do mercado, em contraste com os sistemas de banco universal, em que uma mesma instituição tem a possibilidade de operar em quantos segmentos desejar.

Em paralelo aos sistemas financeiros domésticos, há ainda que se conhecer a operação do sistema financeiro internacional, cuja operação é restrita principalmente por regras de comportamento geradas pelos próprios participantes do mercado. Este mercado se apóia em dois segmentos principais, o de empréstimos bancários, feitos normalmente através de grupos (sindicatos) de instituições, e o de títulos, dividido, por sua vez, em dois segmentos, o de instrumentos de mercado monetário e o de bônus e notas.

TERMOS-CHAVE

- | | |
|--|--------------------------------|
| ■ Sistema Financeiro | ■ Contratos Financeiros |
| ■ Sistemas Baseados em Mercado de Capitais | ■ Sistemas Baseados em Crédito |
| ■ Segmentação | ■ Bancos Universais |
| ■ Títulos Financeiros | ■ Relações de Crédito |
| ■ Economias de Escopo | ■ Sindicatos de Bancos |
| ■ Instrumentos de Mercado Monetário | ■ Mercado de Capitais |

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. Sistemas financeiros segmentados privilegiam a segurança do sistema contra “contágio” de crises de um mercado para outro. Seria possível conceber-se regulações que pudessem tornar um sistema de bancos universais igualmente seguro?
2. Espera-se que, normalmente, o custo dos recursos financeiros para os tomadores seja menor em sistemas de mercado de capitais quando comparado com sistemas baseados em crédito. Que vantagens poderiam explicar essa diferença?
3. Como poderiam reguladores agir para reduzir a incidência de problemas de “conflito de interesses” em sistemas de banco universal?

BIBLIOGRAFIA COMENTADA

As recomendações bibliográficas feitas no capítulo anterior aplicam-se também a este capítulo, especialmente no que se refere aos relatórios do BIS e do FMI, citados. Além daquelas referências, sugere-se a leitura de:

John Zysman, *Governments, Markets and Growth*, Cornell University Press, 1983.

Esta é certamente uma obra de referência no estudo das organizações do sistema financeiro.

M.A.M. Cintra e M.C. Penido de Freitas (orgs), *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros*, Edições FUNDAP (São Paulo), 1998.

Eduardo Fortuna, *Mercado Financeiro*, Qualitymark, 1999.

Este não é propriamente um livro para ser lido e, sim, para ser consultado. É um guia bastante detalhado das regulações e produtos financeiros transacionados na economia brasileira.