

EL SECTOR FINANCIERO BRASILEÑO

*José Ignacio Goirigolzarri Tellaeché**

En este trabajo se revisan las notables transformaciones que ha experimentado el sector bancario brasileño en los últimos años. A la luz de la situación actual, se analizan las reformas pendientes que debería afrontar Brasil para conseguir mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos de su sistema financiero. La conclusión fundamental es que aún persisten importantes distorsiones en el funcionamiento del sistema bancario, que elevan el coste del crédito, inhibiendo el desarrollo de la inversión crediticia libre. Asegurar una transición suave del actual modelo de negocio hacia un sistema bancario en el que la intermediación crediticia libre cobre mayor protagonismo es el principal reto para el futuro.

Palabras clave: *sistema financiero, política financiera, reforma financiera, sistema bancario, Brasil.*

Clasificación JEL: *G10, G18, G20, G28, O54.*

1. Introducción

La libre flotación de la divisa brasileña en enero de 1999 marcó el inicio de una nueva etapa para Brasil. La evolución macroeconómica que siguió a la ruptura del régimen de tipo de cambio cuasi-fijo, vigente hasta entonces, resultó mejor de lo que se preveía inicialmente. El tipo de cambio brasileño se estabilizó relativamente rápido si se compara con las devaluaciones que tuvieron lugar en los países asiáticos durante 1997 y 1998, lo que, unido al limitado *pass-through*, permitió recuperar la confianza de los mercados y favorecer un paulatino descenso de los tipos de interés a lo largo de 1999.

No obstante, la influencia de acontecimientos externos (desplomes de la bolsa, crisis argentina) e internos (crisis energética, elecciones en 2002) propiciaron episodios de fuerte volatilidad durante 2001 y 2002 que acentuaron las vulnerabilidades aún presentes en la economía brasileña, que pueden resumirse en el elevado volumen y la estructura de la deuda pública, así como en la reaparición de ciertas tensiones inflacionistas.

En relación con el primer aspecto, el desequilibrio fiscal que se gestó durante la vigencia del Plan Real propició una estructura de la deuda brasileña poco adecuada para afrontar períodos de volatilidad financiera. Así, en una elevada proporción, la deuda brasileña está indiciada a tipos de interés a corto plazo y al tipo de cambio. Durante episodios de turbulencias fi-

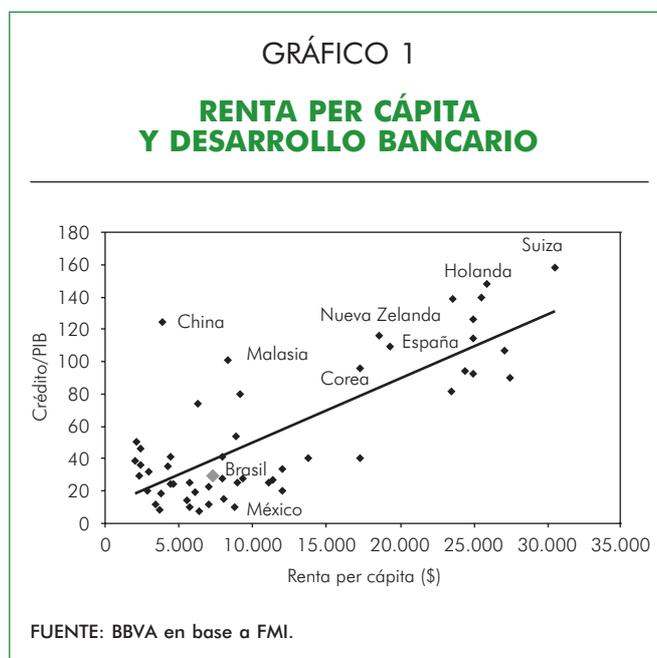
* Consejero Delegado. BBVA.

nancieras, esta estructura conlleva de manera prácticamente automática incrementos en el volumen de deuda pública que, a su vez, generan desconfianza en los inversores y, por tanto, mayor volatilidad. En el campo de las cuentas públicas también hay que destacar la necesidad de reformas en el ámbito de las pensiones y la Seguridad Social que permitan asegurar la sostenibilidad de las finanzas brasileñas en el medio plazo.

La elevada tasa de inflación fue uno de los males endémicos de Brasil hasta la implantación del Plan Real en 1994. En la actualidad, tras un período en el que los precios crecieron a tasas relativamente moderadas, la inflación ha vuelto a situarse por encima de los dos dígitos. Aunque ello tiene implicaciones de cara a reducir el volumen real de la deuda brasileña, hay que extremar la vigilancia para que los niveles de inflación actuales no se incorporen en las expectativas de los agentes y terminen por hacerse permanentes, erosionando los avances alcanzados en esta materia en la segunda mitad de los años noventa (véase Gráfico 1).

El sector financiero brasileño no ha sido ajeno a todos estos cambios. De hecho, algunos economistas sostienen que la robustez de su sistema bancario ha contribuido a hacer de Brasil una economía más sólida que otras de la región ante *shocks* internos y externos. No obstante, el desarrollo del sector financiero brasileño es relativamente reducido a pesar de las bondades que ello genera en forma de mayor crecimiento económico. La presencia de intermediarios financieros permite realizar una asignación más eficiente del ahorro, aumentando el capital productivo de la economía, fomentando el crecimiento y, por tanto, la convergencia real.

El relevante papel que desempeña el sector bancario en la economía y la importancia y peculiaridades del sistema bancario brasileño en la región justifican el interés en el análisis del sistema financiero brasileño. En este trabajo se abordarán, en



primer lugar, las transformaciones que ha experimentado el sistema bancario en los últimos años, resaltando las similitudes y diferencias frente a sus homólogos latinoamericanos. En segundo lugar, se analizan los retos pendientes que, a la luz de la situación actual, se plantean a los bancos brasileños, terminando con un resumen de las principales conclusiones.

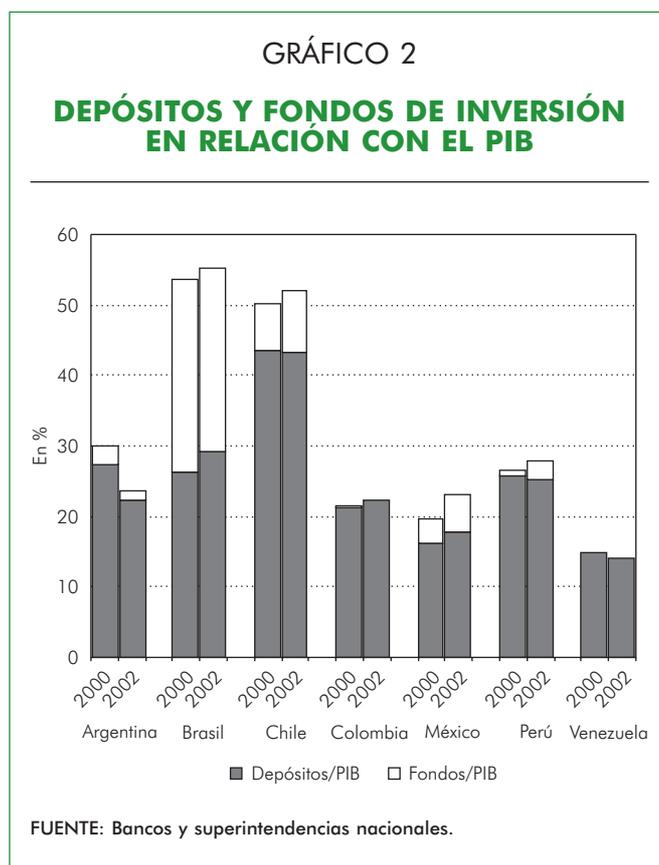
2. Transformaciones más recientes del sistema bancario brasileño

El sector financiero brasileño comparte un elevado número de los rasgos que caracterizan a otros sistemas bancarios de América Latina. En primer lugar, su ratio de bancarización, medido como los depósitos del sector privado en proporción al PIB, es relativamente reducido en comparación con las economías más desarrolladas. No obstante, su grado de desarrollo bancario es de los más elevados de la región, pre-

sentando, a finales de 2002, el segundo mayor ratio tras Chile (29 por 100 del PIB frente al 43 por 100 de Chile). Sin embargo, la importancia del sector financiero queda infravalorada cuando sólo se atiende a la relevancia del negocio bancario tradicional dentro de la economía. La inversión institucional está despegando con relativa fortaleza en América Latina, y Brasil es uno de los principales exponentes de esta tendencia. Los fondos de inversión han crecido de manera notable en los últimos años alcanzando, con un patrimonio gestionado sobre el PIB del 26 por 100, el mayor desarrollo de los países latinoamericanos. Cuando se considera conjuntamente la importancia de los depósitos bancarios y los fondos de inversión sobre el PIB, Brasil se convierte en uno de los países latinoamericanos con mayor sofisticación financiera, superando incluso a Chile (véase Gráfico 2).

La industria de fondos de pensiones también ha experimentado un notable dinamismo. No obstante, a diferencia de otros países de la región, la aparición de este tipo de activos financieros no se enmarca en un esquema de reforma de los sistemas de pensiones públicos, sino que presenta un carácter complementario y voluntario. El patrimonio de los fondos de pensiones sobre el PIB se situaba en torno al 13 por 100 en 2002. No obstante, parte de la cartera de los fondos de pensiones está reinvertida a su vez en fondos de inversión, lo que en parte explica el auge de estos últimos. Las medidas propuestas por el nuevo gobierno brasileño orientadas a la contención del gasto público en determinadas pensiones podría, de hecho, incentivar el desarrollo de este instrumento financiero.

En línea con las tendencias observadas, tanto en países desarrollados como emergentes, el sistema financiero brasileño ha experimentado un proceso de desregulación desde finales de los años ochenta. Sin embargo, los avances en este terreno fueron lentos hasta el Plan Real introducido en 1994. Los cambios



de política económica que preconizaba dicho plan empezaron a poner en entredicho la viabilidad de un sistema bancario que se había adaptado a un entorno fuertemente inflacionista.

La reducción de la inflación que trajo consigo el Plan Real generó la aparición de dificultades en algunas instituciones bancarias orientadas a generar beneficios en un entorno de fuertes incrementos en los precios. No obstante, es importante señalar que, a diferencia de lo sucedido en otros países de la región, la volatilidad macroeconómica y cambiaria por la que ha atravesado Brasil no ha dado lugar a una crisis bancaria de la magnitud que se ha vivido en otras economías. De acuerdo con las estimaciones llevadas a cabo por el FMI, el coste de los problemas

bancarios brasileños durante los años 1994-1996 se cifró en el entorno del 4-10 por 100 del PIB según se incorpore sólo el coste fiscal o el total de los costes. Los problemas de la banca brasileña resultaron así menos onerosos que en otras crisis latinoamericanas, como la argentina de comienzos de los ochenta (13-55 por 100 del PIB) o la mexicana de 1994-1995 (12-15 por 100 del PIB). Ello pone de manifiesto los beneficios de la pronta respuesta de las autoridades, así como una notable flexibilidad del sistema bancario brasileño para adaptarse a entornos cambiantes.

En efecto, el gobierno brasileño optó por atajar con relativa celeridad los problemas en el sector bancario mediante la adopción de planes de saneamiento para las entidades privadas y para las entidades públicas estatales. Los procesos de reestructuración de la banca privada llevaron a una reducción en el número de bancos en el sistema, que han pasado de los 246 bancos comerciales y multibancos de junio de 1994 a los 165 actuales (véase Cuadro 1).

La banca pública tampoco escapó al impulso reformador que tuvo lugar a través del programa PROES (Programa de Incentivos para la Reducción de la Participación del Sector Público en las Actividades Bancarias), abarcando en exclusiva a las entidades de ámbito estatal más débiles. Estas entidades se gestionaban al margen de criterios de mercado al ser utilizadas en buena medida como instrumentos de financiación de sus estados propietarios. La precaria situación de algunos de estos bancos llevó al gobierno a exigir la reducción de las actividades de este tipo de instituciones en el sistema financiero. Así, las entidades que entraban en este programa tenían como opciones ser liquidadas, privatizadas o convertirse en instituciones no bancarias. Como resultado de todo ello, la relevancia de los bancos estatales ha quedado muy mermada, existiendo a finales de 2002 tan sólo ocho instituciones de crédito de este tipo

operativas con una importancia muy reducida en el conjunto del sistema (4 por 100 del total de activos).

El tratamiento que las autoridades han dado a la banca pública federal ha sido diferente. Estas entidades siguen ostentando un notable protagonismo en el sistema financiero brasileño. De hecho, la presencia de la banca pública en el sector bancario en Brasil es de las mayores de América Latina. Incluyendo la banca al desarrollo, cuyo principal agente es el Banco Nacional de Desarrollo (BNDES), la banca pública gestiona el 41 por 100 de los activos del sistema. Las dos mayores entidades públicas federales que son bancos comerciales (Banco do Brasil y Caixa Econômica Federal) encabezan el *ranking* nacional por activos con una cuota sobre el sistema de casi el 28 por 100.

Sin embargo, la desfavorable evolución de los ratios de rentabilidad y solvencia de estas instituciones llevaron a las autoridades a diseñar en 2001 un nuevo plan para mejorar su situación patrimonial y adoptar las exigencias de capital contempladas en los Acuerdos de Basilea. Por tanto, a diferencia del enfoque seguido en la banca estatal, el objetivo de las medidas sobre las instituciones públicas federales se ha orientado a su fortalecimiento para afrontar un entorno cada vez más competitivo (Gráficos 3 y 4).

De hecho, otro de los aspectos en los que la banca brasileña ha seguido las tendencias observadas en el resto de los países latinoamericanos ha sido la creciente apertura del sistema bancario a entidades de otros países. La entrada de bancos extranjeros se ha considerado como un medio por el que aumentar el acceso a la financiación externa, dotar de una mayor liquidez al sistema financiero, estimular el crecimiento del crédito, suavizando su comportamiento en episodios de crisis, fomentar la competencia, mejorar la eficiencia del sistema y contribuir a dotar de una mayor estabilidad al sistema bancario.

CUADRO 1

**RANKING DE LA BANCA BRASILEÑA POR ACTIVOS
(Marzo de 2003)**

Ranking	Activo (Millones de reales)	Cuota de mercado (En %)	Titularidad	
1	Banco do Brasil	209.240	16,6	Público Federal
2	BNDES	150.733	12,0	Público Federal
3	Caixa Econômica Federal	137.722	10,9	Público Federal
4	Bradesco	124.551	9,9	Privado Nacional
5	Itaú	109.480	8,7	Privado Nacional
6	Unibanco	65.137	5,2	Privado Nacional
7	Santander Banespa	51.885	4,1	Privado Extranjero
8	ABN Amro	41.639	3,3	Privado Extranjero
9	Nossa Caixa	27.833	2,2	Público Estatal
10	Safra	30.992	2,5	Privado Nacional
11	Citibank	25.934	2,1	Privado Extranjero
12	HSBC	25.743	2,0	Privado Extranjero
13	Bankboston	23.441	1,9	Privado Extranjero
14	Votorantim	22.302	1,8	Privado Nacional
15	Sudameris	15.722	1,2	Privado Extranjero
16	Bilbao Vizcaya	12.572	1,0	Privado Extranjero
17	Banrisul	11.673	0,9	Público Estatal
18	BNB	11.205	0,9	Público Federal
19	Lloyds	8.095	0,6	Privado Extranjero
20	JP Morgan Chase	7.251	0,6	Privado Extranjero

FUENTE: Bacen.

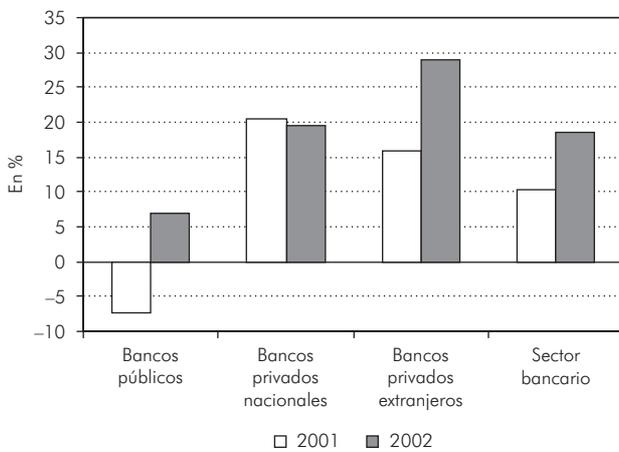
No obstante, la proporción de los activos gestionados por entidades extranjeras en Brasil es inferior a la de otras economías latinoamericanas, representando en torno al 22 por 100 del total. A diferencia de otros países de la región, en los que los bancos de capital extranjero encabezan las primeras posiciones en los *rankings*, en el caso de Brasil, el mayor banco extranjero se sitúa en la séptima posición por activos con una cuota cercana al 4 por 100. Por tanto, la banca extranjera en Brasil se encuentra a cierta distancia de los principales bancos públicos y privados nacionales.

La rentabilidad de los sistemas bancarios de América Latina acostumbra a ser más elevada que en los países desarrollados, dado su carácter emergente. Brasil no es una excepción. El elevado *spread* del crédito y la rentabilidad de los títulos públicos en los que se ha materializado buena parte de las inversiones de la banca han contribuido a que la generación de ingresos sobre activos haya sido relativamente elevada.

Por último, en lo que respecta a la solvencia, el sistema bancario brasileño parece fuertemente capitalizado, ya que frente al 11 por 100 exigido por la regulación, el sistema presenta una ratio del 16,7 por 100. No

GRÁFICO 3

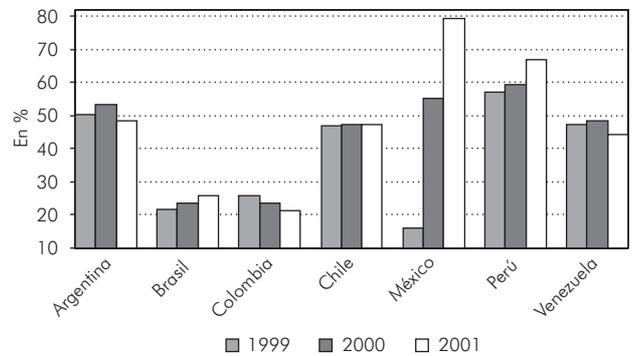
**RENTABILIDAD SOBRE PATRIMONIO
(En %)**



FUENTE: Bacen.

GRÁFICO 4

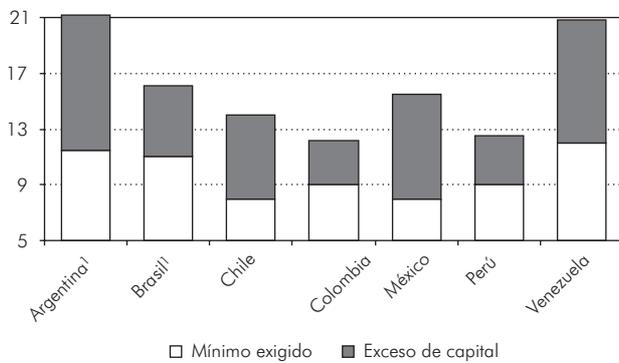
**INTERNACIONALIZACIÓN
DE LA BANCA LATINOAMERICANA*
(En %)**



NOTA: * Porcentaje de activos de los bancos extranjeros sobre total del sistema.
FUENTE: Superintendencias y bancos centrales nacionales.

GRÁFICO 5

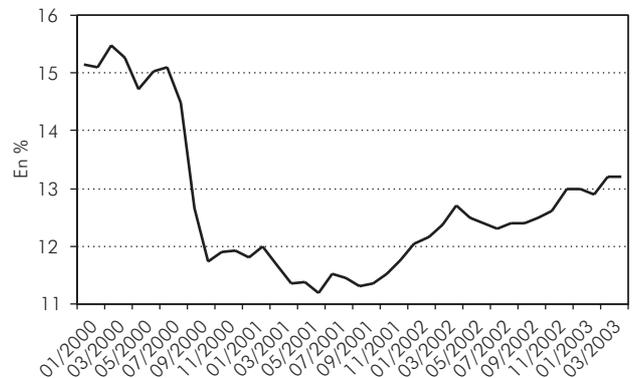
**INDICADORES DE SOLVENCIA*
(En %)**



NOTAS: * En base a las definiciones de cada país.
¹ Junio de 2002.

GRÁFICO 6

**TASA DE MORA EN BRASIL*
(En %)**



NOTA: * Incluye cartera vencida a más de 60 días.
FUENTE: Bacen.

obstante, es importante mencionar las notables diferencias que se evidencian entre la situación patrimonial de la banca privada (con un ratio de Basilea del 17,3 por 100) y la banca pública (14 por 100). Algo más preocupante resulta la evolución del ratio de morosidad. Desde mediados de 2002, la calidad de la cartera ha mostrado un continuo deterioro alcanzando una tasa de mora del 13,2 por 100 en abril de este año¹. De nuevo, es importante resaltar el elevado volumen de créditos fallidos de los bancos públicos (18 por 100 de su cartera) frente a los privados (10 por 100), lo que pone de manifiesto los peligros que para la estabilidad financiera puede suponer la presencia de entidades con un peso muy elevado en el sistema financiero que se gestionan con criterios alejados de los de mercado.

3. Los retos pendientes

Una vez descritos los rasgos principales del sistema bancario brasileño, corresponde analizar cuáles son las transformaciones que se necesitan a la luz de la situación actual.

Las autoridades brasileñas han iniciado diferentes medidas orientadas a mejorar la eficiencia del sector financiero, que se han visto truncadas por diversos episodios de volatilidad financiera. Por ello, es incuestionable que un prerrequisito para avanzar en esta línea es conseguir una estabilidad macroeconómica que permita retomar la senda descendente de los tipos de interés y acelerar la reducción gradual de restricciones regulatorias interrumpida en 2002. El recientemente elegido gobierno brasileño parece estar dando pasos en esta dirección, por lo que no hay que desaprovechar el impulso reformador y actuar sobre los as-

pectos cruciales que inhiben la actividad bancaria tradicional. En cualquier caso, es importante tener en consideración que si las políticas económicas terminan en el medio plazo por dar los resultados deseados en términos de reducción del déficit público, baja inflación y menores tipos de interés, el negocio bancario brasileño habrá de cambiar de manera sustancial.

En la actualidad, los negocios orientados hacia los mercados financieros y de capitales tienen una destacada importancia en la actividad de los bancos. El crédito apenas representa el 30 por 100 del balance de las entidades, importancia muy similar a la de los títulos que suponen un 27 por 100 de los activos. Como resultado de esta composición de las inversiones, en 2002 el 50 por 100 del margen de intermediación financiera fue generado por las operaciones de crédito, mientras que el 39 por 100 fue resultado de los rendimientos de los títulos que las entidades mantienen en sus balances.

Buena parte de la inversión de los bancos brasileños en títulos viene explicada por la importancia de la deuda pública dentro del balance de estas instituciones. Las razones por las que los bancos brasileños mantienen una elevada exposición a los títulos del sector público son de diverso tipo. En primer lugar, ha sido una respuesta a un entorno macroeconómico desequilibrado, cuyas perspectivas de medio plazo han de modificarse. En segundo lugar, la estructura de la deuda pública brasileña ha sido particularmente idónea para las instituciones financieras, ya que les ha servido de cobertura frente a los riesgos de tipo de interés y de tipo de cambio, al estar indexada a estas variables. En tercer lugar, cabe destacar la existencia de un coeficiente obligatorio que ha de materializarse en este tipo de instrumento. Por último, el saneamiento de los bancos que eran previamente de titularidad estatal, y que fueron posteriormente privatizados bajo el programa PROES, se llevó a cabo mediante el canje de los créditos morosos por títulos públicos, elevando

¹ Se computa la cartera de crédito con un retraso en el pago de más de 60 días.

CUADRO 2

**COMPOSICION DEL ACTIVO POR TITULARIDAD
(Diciembre de 2002)**

	Bancos públicos	Bancos privados nacionales	Bancos privados extranjeros	Total
Disponibilidad. y liquidez interbancaria	7,7	19,8	16,1	13,7
Títulos	31,4	20,0	28,0	27,1
Créditos	25,9	33,0	30,5	29,5
Otros activos	35,0	27,2	25,5	29,8
Total activo	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Bacen.

de manera significativa la exposición de estas entidades al sector público.

Para que Brasil avance en el desarrollo de un sistema financiero sólido se requiere eliminar paulatinamente toda la regulación que inhiba el desarrollo de la intermediación tradicional en condiciones de mercado, evitando distorsiones en la actividad bancaria. En la actualidad, la concesión de crédito ocupa un papel relativamente reducido en la banca brasileña. A finales de 2002 el crédito representaba el 24 por 100 del PIB. Las razones para ello son de varios tipos. En primer lugar, la banca dispone de un escaso margen de maniobra para orientar su inversión crediticia hacia los proyectos que juzga más rentables. En Brasil existe una proporción de la inversión crediticia que obligatoriamente ha de orientarse hacia determinadas finalidades (crédito rural y vivienda fundamentalmente) a un tipo de interés inferior al de mercado. Así, a finales de 2002, tan sólo el 56 por 100 de la inversión crediticia se podía clasificar como libre.

En parte como resultado de estas ineficiencias, los *spreads* de la banca brasileña son muy elevados. La subvención de la financiación que se otorga a los secto-

res favorecidos por los coeficientes ha de compensarse con la rentabilidad que se obtiene en la cartera de crédito de libre disposición, lo que desincentiva la demanda de crédito. A finales de 2002 el diferencial entre el tipo de interés al que se conceden los créditos y el tipo de interés al que se financian los bancos se situó en promedio en el 31 por 100, cifra desorbitada, no sólo para cualquier país desarrollado, sino para la mayoría de las economías emergentes.

Existen factores adicionales que explican el elevado coste del crédito bancario en Brasil. El propio Banco Central de Brasil ha hecho sus análisis al respecto², concluyendo que el *spread* bancario se explica en un 29 por 100 por la imposición directa e indirecta, en un 14 por 100 por gastos administrativos y en un 17 por 100 por los costes asociados a la morosidad de la cartera, representando el 40 por 100 restante el margen puro del crédito.

Por tanto, casi la mitad del *spread* bancario viene explicado por la imposición y los gastos asociados a

² Banco Central do Brasil (2002).

GRÁFICO 7
SPREAD BANCARIO



FUENTE: Bacen.

créditos fallidos, por lo que la rentabilidad neta para los bancos del negocio crediticio es claramente inferior a la que pudiera parecer en principio.

Las autoridades brasileñas, conscientes de este problema, han planteado y acometido diferentes reformas orientadas a incidir especialmente en el ámbito fiscal y en los aspectos asociados a la recuperación de garantías, cuya suma viene a representar casi la mitad del *spread* bancario. En el caso de las primeras, el principal obstáculo para reducir su peso es la pérdida de recaudación que ello conllevaría en un momento económico en el que es prioritario ganar la confianza de los mercados a través de un mayor rigor fiscal. Sin embargo, no hay que dejar de lado en el análisis que las distorsiones que genera la imposición sobre las transacciones financieras termina por afectar al crecimiento de la economía, impactando, a la postre, sobre

la recaudación fiscal. Este tipo de impuestos no sólo influye sobre el negocio crediticio de las entidades financieras, sino que también condiciona los comportamientos de los ahorradores a la minimización del impacto fiscal. Así, como se argumenta en trabajos del Banco Central de Brasil³, el impuesto sobre transacciones financieras, que se reintrodujo nuevamente en 1999, ha contribuido en cierta medida hacia una mayor desintermediación financiera, al aumentar el uso del efectivo con el objetivo de reducir la utilización de instrumentos gravados por el impuesto. Este tipo de efectos también se ha observado en otros países que han introducido impuestos de estas características como Colombia.

En lo que respecta al impacto de la morosidad sobre el *spread* bancario, el aspecto prioritario a abordar es mejorar la calidad y la facilidad de la recuperación de las garantías, lo que pasa por alcanzar una mayor eficiencia en los procesos judiciales. De acuerdo con una encuesta elaborada por el Banco Central de Brasil⁴, el plazo medio de recuperación judicial de las garantías en Brasil oscila entre los 20 y 37 meses, plazo que ha de calificarse como de muy dilatado. Además, para deudas morosas de importes relativamente reducidos, el valor esperado de recuperación descontando los gastos y los años que se tarda en culminar el proceso es muy bajo. Así, se estima que para un préstamo de 50.000 reales, el valor esperado de recuperación mediante una ejecución judicial no llega a una cuarta parte de la deuda. En estas circunstancias, no es de extrañar que las entidades financieras asignen primas de riesgo muy elevadas a la hora de poner precio a la financiación.

³ KOYAMA, S., M. NAKANE (2001).

⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL (2003).

4. Conclusiones

La importancia del sistema financiero brasileño emana de su tamaño y de la sofisticación que presenta en algunos aspectos. La adopción de nuevas tecnologías en el ámbito bancario, así como el desarrollo de la inversión institucional lo convierten en uno de los más avanzados de la región. Sin embargo, los bancos brasileños también presentan debilidades derivadas, por una parte, de la tradición macroeconómica que ha permitido a los bancos generar negocios rentables al margen de la intermediación crediticia tradicional y, por otra parte, del entorno fuertemente regulado en el que se desarrolla la actividad crediticia de los bancos. La superación de estas debilidades es clave para conseguir la viabilidad del sistema bancario brasileño en el medio plazo. Para ello se requiere implementar una transición suave hacia un modelo de sistema bancario en el que el negocio crediticio libre cobre un mayor protagonismo. Esta transformación no sólo ha de descansar en la generación de un mayor volumen crediticio, sino, fundamentalmente en la mejora de la eficiencia en el proceso de concesión de crédito.

Las reformas del sistema bancario han de partir del convencimiento de que las medidas que condicionan la composición del balance del sistema crediticio res-

tan margen para desarrollar una gestión bancaria transparente y eficiente. Para un volumen de crédito dado en el sistema bancario, los coeficientes obligatorios suponen una menor disponibilidad de crédito para el resto de los proyectos. A la postre, dada la limitación de fondos prestables para otros sectores económicos, este tipo de políticas se traduce en una ineficiente asignación de recursos, en una infrainversión en sectores rentables de la economía y en un menor rendimiento de esta inversión. Dicho de otra forma, estas políticas que frenan el desarrollo financiero, tienen, como es sabido, elevados costes en términos de crecimiento económico. En este sentido, tanto las políticas que limitan la inversión libre de la banca como el elevado peso de la banca pública y los peores ratios de rentabilidad y gestión que presenta merecen una profunda reflexión.

Referencias bibliográficas

- [1] BANCO CENTRAL DO BRASIL (2002): *Economia Bancária e Crédito. Avaliação de 3 anos do projeto Juros e Spread Bancário*, diciembre.
- [2] BANCO CENTRAL DO BRASIL (2003): *Sistema Judicial e Mercado de Crédito no Brasil. Banco Central do Brasil Technical Notes*, número 35, marzo.
- [3] KOYAMA, S., NAKANE, M. (2001): «Os efeitos da CPMF sobre a intermediação financeira», *Banco Central do Brasil Working Paper*, número 23, julio.