

Título do capítulo	CAPÍTULO 8 O DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NO MERCOSUL: TENDÊNCIAS E PERSPECTIVAS
Autores (as)	Jennifer Hermann Rogério Studart
Título do livro	MERCOSUL: AVANÇOS E DESAFIOS DA INTEGRAÇÃO
Organizadores (as)	Renato Baumann
Cidade	
Editora	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal)
Ano	2001
Edição	
ISBN	

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea**

As publicações do Ipea estão disponíveis para *download* gratuito nos formatos PDF (todas) e EPUB (livros e periódicos).

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

CAPÍTULO VIII

O DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NO MERCOSUL: TENDÊNCIAS E PERSPECTIVAS¹

JENNIFER HERMMANN

ROGÉRIO STUDART²

¹ Este trabalho é um resumo da pesquisa *Estrutura e operação dos sistemas financeiros no Mercosul: perspectivas a partir das reformas institucionais dos anos 1990*, desenvolvida pelos mesmos autores em 1999 e apoiada pelo IPEA e CEPAL-Brasília.

² Respectivamente professora assistente e professor adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Gostaríamos de agradecer a Renato Baumann pelos construtivos comentários à versão final do trabalho supracitado e a Natália Souberck por seu excepcional trabalho de assistência à pesquisa. O segundo autor deseja agradecer ao CNPq pelo apoio acadêmico. Os erros e omissões remanescentes são, obviamente, de inteira responsabilidade dos autores.

I INTRODUÇÃO

Desde fins dos anos 1990, os sistemas financeiros do MERCOSUL têm passado por mudanças significativas, moldadas, de forma geral, por alterações regulatórias no sentido da redução do papel do Estado no processo de intermediação financeira, da desregulamentação e da abertura do setor ao capital externo. Além disso, baixas taxas de inflação – se não a estabilidade de preços – passaram a ser norma na maioria destas economias, o que tem implicado mudanças bastante acentuadas no modo de operação das instituições e mercados desses sistemas financeiros.

A abertura financeira tem conduzido a uma maior integração dos sistemas financeiros domésticos aos mercados internacionais, num processo que popularmente tem sido intitulado “globalização financeira”³. Este processo tem sido acompanhado, nos países da América Latina em geral – e do MERCOSUL em particular –, da penetração, em larga escala, de empresas estrangeiras nos mercados financeiros, em especial nos sistemas bancários nacionais. Tal tendência, por sua vez, vem alterando as condições de competitividade dos grupos já instalados nesses países. No entanto, essas mudanças, em princípio favoráveis, vêm se dando em um quadro doméstico marcado por dificuldades – e, muitas vezes, por crises – do sistema bancário, associado à adaptação das instituições ao cenário de estabilidade de preços, bem como ao próprio processo de abertura.

Nesse contexto, além de parte de um amplo programa de integração comercial, iniciado nesta década, a integração dos sistemas financeiros do MERCOSUL é uma tendência que se subordina ao processo de integração dos mercados financeiros internacionais. Este trabalho analisa os desenvolvimentos recentes e discute as perspectivas – vantagens, riscos e desafios – de integração financeira entre as economias do MERCOSUL⁴.

³ Por “globalização financeira” entende-se a tendência à unificação de mercados financeiros domésticos apoiada em inovações de natureza técnica e institucional, inovações estas que se aplicam à escala internacional.

⁴ A não ser que explicitamente mencionado, todos os dados aqui citados advêm do anexo estatístico daquele estudo.

O artigo se organiza em quatro seções, além desta introdução. Na seção 2, fazemos uma breve análise dos desenvolvimentos e desafios recentes dos sistemas financeiros no MERCOSUL. Esta análise nos permite discutir, na seção 3, as perspectivas (possíveis conseqüências) da continuidade do processo de integração entre estes sistemas, com ênfase especial no seu impacto sobre os mecanismos de financiamento do crescimento. A seção 5 sumaria nossos resultados e apresenta as conclusões ao trabalho.

II **DESENVOLVIMENTO RECENTE E CARACTERÍSTICAS ATUAIS DOS SISTEMAS FINANCEIROS NO MERCOSUL**

II.1. *Os Sistemas Financeiros Locais no Cenário Macroeconômico da Região*⁵

Para as economias do MERCOSUL, os anos 1990 foram, em muitos aspectos, claramente mais favoráveis do que os anos 1980. Depois de uma década de crescimento comprometido – e, em geral, medíocre – pela alta inflação e pela restrição externa, nos anos 1990 esses países passaram por nítido processo de retomada da atividade econômica, com taxas de inflação sensivelmente inferiores às da década anterior e, em geral, baixas. Essa combinação de crescimento e baixa inflação não foi casual. A recuperação econômica da região apoiou-se, antes de mais nada, na própria estabilização monetária que, em todos os casos, a precedeu.

Além disso, o cenário externo favorável, pautado pelo crescimento do mercado internacional (em grande parte, fruto da abertura comercial e financeira) e as mudanças recentes, no campo da

⁵ Os dados comentados nesta seção encontram-se no anexo estatístico da versão completa da pesquisa. O anexo I deste trabalho apresenta alguns dados macroeconômicos, para o período 1993-98 (tabela 1) e dos sistemas financeiros de cada país, para anos selecionados da década de 1990 (tabelas 2 e 3).

regulamentação e modo de operação dos sistemas financeiros do bloco, tiveram um papel central neste novo quadro macroeconômico. Primeiramente, a liberalização financeira teve um papel primordial, permitindo que a abundante liquidez dos mercados internacionais fosse aproveitada para inverter a situação de estrangulamento externo dos países do MERCOSUL – o que, inclusive, gerou as reservas que possibilitaram a estabilização de preços com base em taxas de câmbio fixas (como na Argentina) ou semi-fixas (nos demais casos). Em segundo lugar, o crescimento econômico desse período foi fortemente calcado na expansão da demanda interna, estimulada pela estabilização de preços e impulsionada pelo setor de bens de consumo duráveis e, em menor escala, pela retomada dos investimentos. A sustentação desta demanda, como se sabe, depende fortemente da expansão da oferta de crédito, para a qual a liberalização teve uma contribuição fundamental.

Este cenário tem-se modificado a partir de meados de 1997, por força dos efeitos da crise financeira do Sudeste Asiático, que implicou a reversão dos fluxos de capital para as economias emergentes e a desaceleração da economia mundial (exceto Estados Unidos). Após alcançarmos um grau de endividamento externo bastante significativo, gerado pelo próprio êxito anterior da política macroeconômica (incluindo a liberalização financeira), que ampliou nossas necessidades de divisas para pagamento de juros e outras remunerações do capital estrangeiro, esta reversão no cenário externo comprometeu seriamente o “modelo” e as perspectivas de crescimento dos países do MERCOSUL.

Os sistemas financeiros domésticos tem um papel fundamental na necessária retomada do crescimento na região, na medida em que são agentes privilegiados na alocação de recursos financeiros internos e externos. Entretanto, para todas as economias do bloco, os desafios que se colocam diante de seus sistemas financeiros não são triviais. Além de enfrentarem, ainda, as dificuldades de adaptação ao cenário de baixa inflação e, mais recentemente, de crise financeira, a competição de instituições e mercados internacionais, promovida pela política de liberalização, coloca em xeque a capacidade de concorrência – e sobrevivência – de muitos mercados, bancos e instituições não-bancárias locais. Por um lado, a integração

financeira do bloco pode promover ganhos de escala e de escopo, que, certamente, beneficiará o desenvolvimento financeiro da região a médio e longo prazo. Por outro, como se procurará demonstrar ao longo deste trabalho, esse processo não é, também, isento de custos e riscos, especialmente (mas não exclusivamente) para as menores economias do bloco – Paraguai e Uruguai.

No restante desta seção, analisamos as principais mudanças no ambiente regulatório e no modo de operação dos sistemas financeiros de cada um dos países do MERCOSUL, para, em seguida, traçar um perfil da estrutura e características atuais desses sistemas.

II.2. O Sistema Financeiro Argentino (SFA)

As bases do SFA foram estabelecidas por uma reforma financeira implementada em 1977, quando foi criada a Lei de Entidades Financeiras (Lei nº 21.526, de 14/1/77). Embora tenha sofrido algumas modificações (em geral, acréscimos) desde então, esta lei é, até hoje, o principal marco regulatório do SFA. Entre 1977 e 1979, o SFA passou por ampla reforma liberalizante, pautada pela “universalização” (liberação dos bancos comerciais para atuarem em diversos segmentos do mercado) e abertura do sistema bancário [Fanelli e Machinea, 1997]. Após um curto período de expansão da captação externa e do crédito doméstico, o resultado dessa primeira experiência de liberalização financeira foi uma grave crise bancária, que se estendeu de 1980 a 1982, o retorno das práticas de intervenção do governo no crédito e nas operações cambiais e a retração do setor por toda uma década – mais precisamente, até a conquista da estabilidade monetária, com o Plano de Conversibilidade, em 1991.

Entre 1989 e 1994, na gestão do Presidente Carlos Menem, a Argentina viveu um segundo *round* de liberalização financeira, agora ainda mais radical que o anterior. Nesse período, todos os controles sobre operações domésticas e externas do SFA, impostos durante o período de alta inflação e restrição externa, foram completamente eliminados. Voltou-se, assim, ao quadro institucional existente em fins da década de 1970, ou seja, a um sistema concentrado em bancos universais e amplamente aberto ao capital estrangeiro.

Além dessas mudanças regulatórias, dois fatores de ordem conjuntural influenciaram decisivamente as condições de operação do SFA nesse período. Primeiramente, a estabilização de preços obtida pelo Plano de Conversibilidade a partir de abril de 1991⁶ reduziu de forma brusca e intensa os riscos inflacionário e cambial que dominavam o ambiente econômico até então, recriando condições macroeconômicas para a retomada do crédito, bem como de outros tipos de operação financeira. Em segundo lugar, o cenário de liquidez internacional era bastante favorável, marcado por taxas de juros em queda e pela gradual recuperação econômica nos Estados Unidos, assim como na maior parte dos países mais desenvolvidos, tradicionais exportadores de capital para a América Latina.

Sob tais condições, o SFA viveu um período de forte recuperação de suas atividades na primeira metade dos anos 1990. O primeiro efeito benéfico das novas condições foi a remonetização da economia, promovida não só pela estabilização de preços, mas também pela retomada do fluxo de capitais externos. Os depósitos no SFA se elevaram rapidamente a partir de 1991, invertendo o longo processo de desmonetização que caracterizou a década de 1980 e que agora era acompanhado de nítida mudança na composição da demanda por moeda e ativos, em termos de moeda nacional e estrangeira, no sentido da dolarização. Aliado ao regime de *currency board* em vigor e à opção do governo por manter uma política monetária passiva, não esterilizando os superávits do mercado cambial [Machinea, 1997], esse movimento permitiu aos bancos expandir a oferta de crédito, atendendo à demanda interna – impulsionada pela estabilização de preços – inclusive a taxas de juros decrescentes, além de beneficiar também o mercado de títulos de renda fixa e variável⁷.

⁶ O plano de estabilização monetária baseado na Lei de Conversibilidade (março de 1991), que instituiu o regime de *currency board* no país, fixou a taxa de câmbio na paridade de 1 austral (a substituição pelo peso argentino só ocorre em janeiro de 1992) para 1 dólar, estabeleceu a livre conversibilidade entre o austral e qualquer outra moeda estrangeira e autorizou a realização de contratos no país em qualquer moeda.

⁷ O indicador de capitalização do mercado acionário (valor de mercado das empresas negociadas em bolsa) dá um salto de 2,6% do PIB em 1990, para 9,8% em 1991, mantendo-se numa média de 15,3% a partir de 1993. O mercado de renda fixa também se expande no período (embora menos que o de renda variável), com seu índice de capitalização se elevando de 3,3% do PIB em 1992 para a média de 14,1% a partir de 1995, liderado pelos títulos públicos.

Assim, o SFA viveu, a partir de 1991, uma fase expansiva bem semelhante à que se seguiu à liberalização financeira de fins da década de 1970, inclusive com relação à fragilização externa e bancária. As condições favoráveis em termos de liquidez externa e doméstica determinaram um ritmo acelerado de crescimento do PIB (a taxas médias de 7,6 % ao ano entre 1991 e 1994). Além da boa reação dos investidores externos ao Plano de Conversibilidade e da postura passiva das autoridades monetárias, esse ritmo de atividade refletiu também o comportamento permissivo – e, às vezes, pouco criterioso – dos bancos locais. Como observam Fannelli e Machinea (1997: 161-166) e Machinea (1997: 41-46), embora a recuperação da capacidade de empréstimo do sistema bancário se apoiasse, em grande parte, na captação de depósitos em dólares e de empréstimos no exterior, ela foi direcionada, em larga proporção, ao setor de *non-tradeables* e às famílias cujas rendas são geradas em moeda nacional – financiando, portanto, o consumo.

Assim, os bancos argentinos se viram expostos a dois tipos de risco neste período: o risco típico, associado à possibilidade de retração da renda nacional, podendo levar alguns devedores a uma situação de inadimplência, e o risco peculiar ao perfil dolarizado do SFA, associado ao descasamento de moedas entre o passivo e o ativo dos bancos, que os colocava numa posição vulnerável diante de eventuais aumentos no custo das captações em dólares. Ainda que as taxas *ativas internas* seguissem a mudança nas taxas *passivas externas*, isto levaria tempo para se refletir no balanço dos bancos – o tempo de maturação dos empréstimos já em carteira – e poderia esbarrar na retração da demanda doméstica por crédito, impedindo, neste caso, que as taxas domésticas mais altas fossem incorporadas à receita dos bancos na mesma proporção do aumento do seu custo de captação. Em segundo lugar, embora as taxas de juros tenham caído com a estabilização, essa queda se deu a um ritmo bem inferior ao da queda da inflação, mantendo, portanto, os juros reais em níveis elevados – outro fator de risco de crédito para os bancos.

O aumento dos juros americanos ao longo do ano de 1994, que, aliado a fatores domésticos, conduziu à crise cambial mexicana em dezembro do mesmo ano, provocando a reversão do fluxo de capi-

tal para os mercados emergentes no ano seguinte, expôs a fragilidade das condições de expansão econômica da Argentina. Face à rigidez legal do regime cambial e de seu papel-chave como âncora da estabilidade de preços, o governo envidou todos os esforços para preservar o regime e a própria taxa cambial. Outro importante empecilho à desvalorização era – e ainda é – o elevado grau de dolarização do sistema bancário argentino, com cerca de 50 % de seu passivo denominado em dólar.

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

Diante da forte expansão do crédito nos anos anteriores e de sua concentração em setores diretamente afetados pela demanda agregada doméstica, o ajuste recessivo também não foi capaz de evitar o surgimento de dificuldades para os bancos, embora, possivelmente, estes tenham sido menos graves que os que adviriam de um ajuste cambial naquele momento. O aumento da inadimplência e a perda de depósitos nesse período desencadearam uma crise bancária que, por um lado, aprofundou a recessão, mas, por outro, motivou o aperfeiçoamento da regulamentação do setor, com ênfase nos instrumentos de controle prudencial. As principais medidas adotadas neste sentido foram⁸:

- i. criação do *Fundo Fiduciário de Capitalização Bancária* (FFCB) em março de 1995 – um programa de reestruturação bancária, apoiado por recursos do próprio BCRA, visando

⁸ Os detalhes sobre esses itens da regulamentação bancária na Argentina são encontrados na versão final desta pesquisa (Stuart e Hermann, 1999).

a capitalização e fortalecimento do setor através de incentivo creditício à aquisições ou fusões dos bancos em dificuldades. Assim, o FFCB previa que a reestruturação bancária se desse por meio da concentração do setor e, implicitamente, estimulava sua internacionalização, já que os bancos estrangeiros eram os de posição mais sólida no mercado;

- ii. criação do *Fundo de Garantia dos Depósitos* (FGD), em maio de 1995, formado com recursos privados, visando controlar as “corridas bancárias”;
- iii. a política de *requisitos mínimos de liquidez*, em substituição ao mecanismo convencional de recolhimentos compulsórios, a qual ampliou a base de cálculo das exigências de reservas para contemplar *todos* os passivos bancários, e não somente os depósitos à vista e de poupança, como no sistema anterior⁹;
- iv. criação do *Programa Contingente de Pases* (PCP), em dezembro de 1996 – um mecanismo inovador de socorro de liquidez para os bancos locais, mediante o socorro de liquidez ao BCRA por bancos internacionais¹⁰. Embora não amplie, diretamente, a liquidez dos bancos argentinos, o PCP reforça a liquidez *sistêmica* do setor, porque instrumentaliza o BCRA para atuar como emprestador de última instância, *em dólares*, sempre que os bancos em operação no país se virem em dificuldades para honrar seu passivo em depósitos nesta moeda.

O desempenho do sistema bancário a partir de 1995 mostra que essa política financeira obteve êxito em diversos aspectos: *a)* as

⁹ Com isto, o grau de liquidez do SFA elevou-se da média de 10,8% dos depósitos, atingida em 1995, para 15,9% no ano seguinte.

¹⁰ O PCP estabelece contratos entre bancos internacionais e o BCRA, pelos quais a autoridade argentina adquire o direito de vender à contraparte, com acordo de recompra, títulos públicos e letras hipotecárias denominados em dólares, recebendo o pagamento na mesma moeda. Assim, durante a vigência dos contratos, os bancos internacionais participantes do programa (13 em 1999) disponibilizam uma linha de crédito externo de curto prazo para o BCRA - uma espécie de “cheque especial” em dólares - cujos recursos podem ser sacados para aplicação em empréstimos de última instância em períodos de crise de liquidez no sistema bancário argentino.

provisões dos bancos privados sobre o crédito total e em atraso foram aumentadas; *b*) o grau de liquidez do sistema foi ampliado; *c*) elevou-se a rentabilidade dos bancos e reduziu-se, paralelamente, sua dependência com relação a receitas de juros, indicando que houve diversificação da atividade (que tende a reduzir o risco); e *d*) os requisitos mínimos de capital continuaram sendo cumpridos com folga, tanto em relação aos critérios do Acordo de Basileia quanto no tocante aos critérios mais rígidos, estabelecidos pelo BCRA.

Por conta dessas mudanças, a capacidade de reação do sistema ao contágio das crises cambiais asiática (outubro de 1997), russa (agosto de 1998) e brasileira (janeiro de 1999) foi, até o momento, visivelmente maior do que no período da crise mexicana. Embora o SFA tenha sido desfavoravelmente atingido pelas crises recentes, os efeitos destas não foram tão fortes a ponto de levar o sistema a repetir os resultados negativos associados à crise mexicana. Contudo, a performance e saúde do SFA dependem hoje, de forma crucial, da sustentabilidade do regime cambial. Uma mudança neste aspecto, que seria inevitavelmente associada a uma desvalorização, teria fortes impactos sobre as estruturas de ativo e passivo das instituições financeiras argentinas. Este, aliás, tem sido um dos fortes argumentos do governo argentino contra qualquer especulação em relação ao fim da *convertibilidad* – o que tem implicado aceitar um retração econômica significativa (face à queda das exportações para o Brasil após Janeiro de 1999) e expansão do nível de desemprego. Esta, porém, é uma “solução” de fôlego curto, já que a retração econômica prolongada, inevitavelmente, afetará também a performance, se não a solidez, do sistema financeiro argentino.

II.3. O Sistema Financeiro Brasileiro (SFB)

A estrutura financeira brasileira atual foi moldada, no plano institucional, por três fatores essenciais: *a*) a reforma financeira de 1964-67, que tentou criar no Brasil um modelo segmentado, com forte apoio no mercado de capitais, a exemplo do sistema financeiro norte-americano da época; *b*) a reforma bancária de 1988, que instituiu no país o modelo de “bancos universais”, aqui denominados “bancos múltiplos”; e *c*) a política de abertura financeira, iniciada

timidamente em fins da década de 1980 e ampliada no período recente.

No plano conjuntural, o longo período de instabilidade macroeconômica, inaugurada pela crise da dívida externa no início da década de 1980, que se estende até meados dos anos 1990, teve também importante influência sobre o comportamento das instituições financeiras e o modo de operação que, na prática, assumiu o SFB. O ambiente de alta inflação, recessão e restrição externa característico desse período impediu o desenvolvimento do mercado de capitais, bem como de outras fontes de financiamento a médio e longo prazo, “empurrando” os bancos para operações “de tesouraria” – basicamente, negociação de títulos públicos de curto prazo.

Esse quadro, aliado à indexação dos ativos (permitida desde a reforma financeira da década de 1960), estimulou a concentração bancária, na medida em que somente os grandes bancos de varejo, com ampla rede de agências e correntistas, eram capazes de sobreviver em um mercado totalmente desprovido de meios de captação de médio e longo prazo. Além disso, o estreitamento do mercado de crédito estimulou a diversificação da atividade bancária para fora dos limites estabelecidos na reforma de 1964-67, dando origem à formação de *conglomerados financeiros* – as *holdings* com atuação em diversos segmentos do mercado financeiro, bem como em setores não-financeiros.

Assim, no que tange à organização do SFB, a reforma de 1988, autorizando a formação de bancos múltiplos no Brasil, significou apenas a rendição da institucionalidade à realidade do sistema bancário brasileiro que, na prática, já operava como banco universal¹¹. Prova disso foi a rapidez com que este tipo de instituição se organizou e cresceu no SFB: logo no primeiro ano de vigência das novas regras (1989), 113 bancos múltiplos foram constituídos e sua participação nos empréstimos totais do SFB também elevou-se rapidamente.

¹¹ Pelas novas regras, instituídas pela Resolução nº 1.524 do BACEN, bancos comerciais e bancos de investimento foram autorizados a constituir, entre si ou com financeiras e associações de poupança e empréstimo, uma pessoa jurídica única, formando um BM.

Uma mudança importante trazida pela nova legislação foi a extinção da carta-patente, instrumento burocrático pelo qual o governo federal autorizava o funcionamento de novas instituições financeiras. A partir de 1988, com essa liberação, a abertura de novas instituições passa a ser regida por um critério técnico, de capitalização da empresa, conferindo maior segurança e credibilidade ao sistema. Essa medida reforçou o novo sentido da política para o setor financeiro, de cunho bem mais liberal do que aquele observado em períodos passados.

Nos anos 1990, consolidaram-se as tendências observadas nas décadas de 1970-80, especialmente no que tange ao processo de concentração, conglomeração e universalização do setor bancário. Além disso, dois outros fatores condicionaram as mudanças no SFB e marcaram o caráter mais liberal que se adotaria nos anos 1990: a abertura financeira e a flexibilização das regras de atuação de alguns importantes investidores institucionais – nacionais e estrangeiros.

A liberalização da conta de capital no Brasil se acelerou significativamente em fins dos anos 1980, quando o Governo adotou uma série de medidas revogando proibições e restrições ao capital estrangeiro. Entre elas, uma das mais importantes foi a *Resolução nº 1.289*, de março de 1987, que aprovou a criação de fundos e sociedades de capital estrangeiro (até então inexistentes no Brasil) e seus anexos I, II, III, IV e V. O anexo IV, em especial, possibilitou uma ampliação das alternativas aos investimentos externos por meio da administração de carteira de valores mobiliários de investidores institucionais. Os recursos que entram no país ao amparo do anexo IV não estão sujeitos a critérios de composição, capital mínimo e período de permanência – como notoriamente ocorria, por exemplo, no Chile até recentemente. Além disso, esta regulamentação isenta os investidores estrangeiros da tributação sobre os ganhos de capital em ações. Em 1991, foram criados os *Fundos de Privatização - Capital Estrangeiro*, além de ser consolidada a legislação dos fundos de conversão da dívida externa brasileira. Em 1993 são criados os *Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro* e em 1996 abrem-se duas alternativas de participação do capital estrangeiro em fundos constituídos no país: o *Fundo de Investimento em Empresas Emergentes* e o *Fundo de Investimento Imobiliário*.

Até a primeira metade da década de 1990, a abertura financeira se restringiu à autorização para entrada de investimentos estrangeiros (institucionais) através de bolsas de valores e fundos de investimento. A partir de 1997, tem-se estimulado também a entrada de investimento direto no setor e, portanto, sua internacionalização, por meio de facilidades – financiamento público (do BNDES) e saneamento financeiro de instituições em dificuldades – oferecidas aos bancos estrangeiros para que participem de operações de privatização, fusão ou aquisição de bancos brasileiros.

A liberalização gradual da conta de capital no início dos anos 1990, aliada à política de juros elevados de 1992, da administração do Ministro Marcílio Marques Moreira, à renegociação da dívida externa brasileira no mesmo ano, nos moldes do Plano Brady¹², e à abundância de liquidez internacional, resultou no retorno dos fluxos de capital privado para o país. O Brasil volta, então, a acumular reservas, ao invés de perdê-las sistematicamente, e torna-se, novamente, um importador líquido de capital, como nos anos 1970. Esses fluxos se elevam significativamente a partir de meados de 1994, devido à nova renegociação da dívida externa (mantidas as regras do Plano Brady) e ao alcance da estabilidade de preços, com o Plano Real.

Ainda no âmbito das mudanças regulatórias, outra importante novidade dos anos 1990 refere-se aos fundos de investimento e pensão. Os fundos de investimento foram criados no Brasil ainda na gestão do Presidente Collor de Mello (1990-92), mas, no período de alta inflação (até meados de 1994), cumpriam somente a função de preservar poder de compra dos depósitos à vista, então convertidos em aplicações nestes fundos, com liquidez diária e resgate automático. Eram, portanto, aplicações de curtíssimo prazo, que não se diferenciavam dos depósitos à vista e serviam, basicamente, à rolagem diária da dívida mobiliária pública. Em 1995, o Conselho Monetário Nacional determinou uma série de modificações no mer-

¹² Além de reestruturar os pagamentos de juros e principal devidos, este plano possibilitou a securitização da dívida de países latino-americanos e sua conseqüente negociação em mercados secundários.

cado de fundos, incentivando a expansão dos prazos de maturação de suas aplicações mediante um sistema diferenciado de recolhimentos compulsórios. Assim, foram criados nessa ocasião os Fundos de Investimento Financeiro (FIF), com prazos mínimos de retenção de 30, 60 e 90 dias, sendo os dois últimos isentos de recolhimento compulsório. Essas mudanças levaram a um alongamento, ainda que tímido, dos prazos de maturação das aplicações, que a partir de então passaram a se concentrar nos FIF de 60 dias.

O crescimento dos fundos de pensão no Brasil também foi bastante significativo nos anos 1990, passando de uma carteira de US\$ 18 bilhões em 1991 para algo em torno de US\$ 77 bilhões em 1997. Este crescimento deve-se a fatores de ordem institucional e macroeconômica, tais como: *a)* a flexibilização das regras de aplicação dos recursos desses fundos, permitindo um maior direcionamento de suas carteiras para títulos de renda variável (especialmente na aquisição de participação acionária nos processos de privatização); *b)* rápido crescimento dos preços de valores mobiliários, especialmente após a retomada do fluxo de capitais externos para o país; *c)* a política de juros altos, com impacto direto sobre a rentabilidade dos ativos de renda fixa, que proporcionaram uma expansão significativa do retorno desses fundos e, portanto, de seu patrimônio; e *d)* o tempo, relativamente curto, de operação desses fundos no Brasil, que se encontram ainda numa fase em que o crescimento das contribuições supera o dos benefícios, ampliando assim o volume de recursos aplicáveis.

Os fundos de pensão têm por característica intrínseca a busca de aplicações de longo prazo e, nesta condição, têm potencial para configurar-se como importantes agentes de expansão do mercado brasileiro de capitais, que, até hoje, mantém-se retraído no segmento primário e especulativo no mercado secundário, refletindo a carência de investidores institucionais capazes de expandir, de forma permanente, seus volumes de negociação e, assim, reduzir sua volatilidade. Entretanto, deve-se ser cauteloso a esse respeito, dado que, até então, grande parte do crescimento do patrimônio dos fundos de pensão no Brasil decorre de fatores que podem não ser sustentáveis no longo prazo – ou seja, todos os mencionados acima, exceto o primeiro.

Ao lado destas mudanças no âmbito regulatório, o ambiente macroeconômico brasileiro modificou-se significativamente a partir de meados dos anos 1990. A estabilidade de preços, a partir de 1994, teve profundas conseqüências para o funcionamento do sistema bancário e, em particular, dos bancos múltiplos. Primeiramente, os bancos perderam uma substancial fonte de recursos, representada pelas *transferências inflacionárias*, geradas pelo significativo *spread* nominal entre taxas passivas e ativas numa economia altamente inflacionária. Em segundo lugar, a estabilidade monetária promoveu um claro redirecionamento dos ativos dos bancos no sentido da expansão de crédito ao setor privado – cuja demanda foi estimulada pela própria estabilização – especialmente o crédito de curto prazo, ao consumidor e comercial (capital de giro).

O crescimento acelerado deste tipo de crédito, muito acima do crescimento do PIB nominal e do nível de emprego e com vencimentos relativamente curtos – se bem que superiores àqueles observados no período de alta inflação –, trouxe conseqüências cujos riscos começam a ser percebidos a partir de 1995. As características das políticas cambial e monetária intrínsecas a um plano de estabilização com base em âncora cambial, como o *Plano Real*, foram tais que, em geral, exigiu-se um patamar elevado das taxas de juros reais domésticas. Além disso, choques externos – a crise cambial mexicana de fins de 1994, a do sudeste asiático em meados de 1997 e a russa em meados de 1998 – determinaram saltos nas taxas de juros, com lentas quedas subsequentes.

Nessas condições, o rápido aumento do endividamento privado no Brasil após a estabilização foi acompanhado de um processo de *fragilização financeira*, traduzido pela gradual corrosão da capacidade de pagamento e refinanciamento dos devedores, decorrente tanto do patamar dos juros quanto de seus efeitos sobre a atividade econômica. Esses desequilíbrios afetaram negativamente as instituições bancárias públicas e privadas, gerando crescentes problemas de liquidez no sistema, particularmente para os bancos menores – em geral, bancos comerciais (e não múltiplos), com ativos menos diversificados e, por conseguinte, com menor flexibilidade para enfrentar a inadimplência nas operações de crédito.

Diante dessas dificuldades, na segunda metade da década de 1990 o sistema bancário brasileiro inicia um processo de reestruturação, estimulado diretamente pelo governo. Em novembro de 1995 é criado o PROER (Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro), um programa ao estilo do FFCB argentino, pelo qual o Banco Central disponibiliza recursos provenientes das reservas compulsórias, além de outras fontes públicas eventuais, para que instituições financeiras sólidas adquiram o controle acionário de bancos em dificuldades. Em fevereiro de 1997, cria-se o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), com o mesmo objetivo, porém envolvendo instrumentos e operações específicas para promover o saneamento financeiro dos bancos estaduais, preparando-os para a privatização. A partir desse mesmo ano, como já observado, o processo de reestruturação bancária no Brasil é reforçado pelo aumento dos investimentos externos diretos no setor, em razão do estímulo à participação de bancos estrangeiros em operações de privatizações, fusões e aquisições no país.

Além de dificuldades bancárias, o perfil de demanda agregada, em expansão, que sustentou o crescimento da economia brasileira a partir de 1994, foi caracterizado, assim como no caso argentino, por crescente participação do setor de *non-tradeables*, bem como de importações, em detrimento dos *tradeables*. Nessas condições, o crescimento esteve também associado ao aumento do déficit e da dívida externa e, portanto, da vulnerabilidade do país – e não só dos bancos – a mudanças no grau de liquidez do sistema financeiro internacional. Após ter superado com sucesso a crise mexicana de 1994, a crise asiática de 1997 ampliou a pressão sobre os fluxos de capital, à qual respondeu o governo com significativa elevação das taxas de juros. A crise russa, por sua vez, deu início a um crescendo de pressão especulativa sobre o regime cambial brasileiro (semi-fixo, baseado em bandas estreitas ajustáveis), mensurável pela perda significativa de reservas no segundo semestre de 1998, culminando no ataque especulativo de janeiro de 1999, que forçou a substituição do regime cambial vigente pelo modelo de câmbio flutuante.

Em suma, a estrutura financeira que emerge da experiência recente de liberalização no Brasil assume um perfil de sistema de bancos universais, estando ainda em processo de reconcentração, pautado pela tendência à internacionalização (ainda que lenta, se comparada ao caso argentino) e desestatização – redução do número e importância efetiva dos bancos públicos, em favor de grandes instituições privadas, nacionais e estrangeiras. Uma característica importante do setor – e distintiva, no contexto do MERCOSUL – é a sua solidez financeira, mantida apesar dos choques internos e externos que afetaram o mercado brasileiro nos últimos anos, quais sejam, a estabilização de preços em 1994, as crises externas de 1995, 1997 e 1998 – respectivamente, no México, sudeste asiático e Rússia – e, mais recentemente, a crise brasileira de janeiro de 1999.

A ausência de uma crise bancária sistêmica neste período deve ser creditada, em primeiro lugar, à estrutura já sólida herdada dos anos 1980, fruto das estratégias bem sucedidas de diversificação e inovação financeira durante o período de alta inflação, resultando na formação de grandes conglomerados financeiros. Em segundo lugar, esse desempenho se explica por duas condições interrelacionadas: a existência, desde 1994, de uma estrutura de regulamentação prudencial, de modo geral mais ampla e rígida que a encontrada nos demais países do MERCOSUL [Studart e Hermann, 1999], e o fato de que a liberalização financeira no Brasil caminhou em ritmo lento, sendo mantidos alguns importantes instrumentos de controle administrativo (em especial, os anexos da Resolução nº 1.289) e tributário (via IOF – imposto sobre operações financeiras – incidente sobre o valor total aplicado) dos fluxos de capital. Se por um lado esta lentidão pode ter comprometido a expansão do crédito e da atividade econômica, por outro protegeu os bancos brasileiros de uma concorrência externa abruptamente acirrada – como, por exemplo, a que se impôs à indústria nacional com a rápida abertura comercial que se seguiu à adoção do Plano Real.

Vale notar, quanto a esse segundo aspecto, que a menor abertura financeira, em comparação com a comercial, não refletiu uma política deliberada de proteção aos bancos locais, nem sequer aos bancos públicos. Trata-se, mais propriamente, de uma escolha de

política conjuntural e antiinflacionária, em particular. Enquanto a abertura comercial era crucial para a rápida redução da inflação, a manutenção de controles sobre os fluxos de capital era um importante coadjuvante da política monetária, no contexto de um plano de âncora cambial, que, como se sabe, tende a gerar elevado ingresso de capital no país, dificultando o necessário controle da liquidez nos primeiros anos de estabilização. Assim, não por acaso o ritmo de abertura financeira no Brasil vem sendo acelerado a partir de 1999, com a adoção do regime de câmbio flexível, e esta tendência deverá se consolidar ao longo dos próximos anos.

Contudo, apesar do surpreendente desempenho recente da economia brasileira – que, ao contrário das previsões mais pessimistas, obteve um pequeno crescimento em 1999, com inflação reduzida –, a vulnerabilidade externa continua sendo seu “calcanhar-de-aquiles” e principal fator de limitação ao crescimento. Diante de um déficit em transações correntes estacionado em cerca de 4% do PIB, a despeito da forte desvalorização *real* do câmbio em 1999 – superior a 50%, pelo INPC, e a 30%, pelo IPA industrial – o crescimento fica condicionado ao comportamento dos mercados financeiros internacionais e, mais especificamente, ao seu grau de volatilidade, que, face à história recente de crises em mercados emergentes e à trajetória crescente dos juros norte-americanos ao longo do ano 2000, tem sido elevado. Neste contexto, as conseqüências da ampliação do grau de abertura financeira no Brasil são difíceis de prever.

II.4. *O Sistema Financeiro Paraguaio (SFP)*

A estrutura e a evolução recente do sistema financeiro paraguaio (SFP) estão marcadas por dois importantes fatores: as profundas mudanças dos quadros político, macroeconômico e regulatório do país, iniciadas em fevereiro de 1989 com a substituição da ditadura do General Alfredo Stroessner por um governo democrático, e a crise financeira, especialmente bancária, que atinge o Paraguai em 1995, cujos desdobramentos ainda condicionam o desempenho macroeconômico e as condições de operação do sistema financeiro do país.

O ano de 1989 é um marco nas mudanças políticas e econômicas – em particular regulatórias – no Paraguai. Nesse ano, inicia-se o processo de transição do país para a democracia, assim como uma tentativa de estabilização monetária e de liberalização econômica, esta última envolvendo, basicamente, o comércio exterior e o sistema financeiro. O programa de combate à inflação então adotado seguiu uma orientação ortodoxa, apoiando-se na restrição monetária e em forte ajuste fiscal. Essa política resultou em forte desaceleração da atividade econômica, fazendo o crescimento do PIB recuar de 5,8% em 1989 para 1,8% em 1992. Apesar disso, a inflação cedeu lentamente, passando de 26,0% em 1989 para 15,2% em 1992, depois de atingir 38,1% em 1990.

No que tange à liberalização cambial e financeira, as principais medidas do novo governo foram as seguintes:

- i. redução de tarifas alfandegárias para bens de consumo e produtos de países vizinhos;
- ii. substituição do antigo e complexo regime de câmbio do país – administrado, com base em taxas múltiplas e voltado para a estabilidade da taxa de câmbio real para o comércio exterior pelo critério de paridade do poder de compra, pelo regime de “flutuação suja” –, medida que exigiu, de um lado, a definição clara do campo de atuação das casas de câmbio e, de outro, a criação de uma mesa de câmbio no BCP, encarregada de comandar as intervenções da instituição no mercado, de modo a controlar o grau de oscilação da taxa de câmbio;
- iii. abertura do sistema bancário à captações externas voltadas para o financiamento das exportações;
- iv. autorização para bancos operarem no mercado a termo de divisas;
- v. eliminação gradual dos controles do BCP sobre as taxas de juros ativas e passivas, que a partir de outubro de 1990 foram tornadas totalmente livres;

- vi. autorização para bancos e empresas financeiras captarem depósitos junto ao público pelo prazo de 180 dias, a taxas de mercado.

Essas mudanças foram acompanhadas de outras, no modo de atuação do BCP e na regulamentação do sistema bancário, no sentido de reforçar o uso de mecanismos de mercado para o controle da liquidez pelo BCP e estimular o controle preventivo do risco de liquidez pelos bancos. Nessas áreas, as principais mudanças foram: *a*) remuneração e redução gradual das taxas de recolhimento compulsório sobre os depósitos bancários, que passam de cerca de 30% em 1993 para 18% em fins de 1998 [IMF, 1999: 15]; *b*) aumento da taxa de redesconto para níveis próximos aos de captação de poupanças pelos bancos¹³; *c*) autorização para o BCP operar no mercado interbancário mediante a emissão e colocação de títulos próprios para regulação da liquidez do sistema; e *d*) aumento dos requisitos de capital mínimo para a operação de instituições financeiras [Macchi, 1992: 166].

Como se pode perceber, a liberalização financeira e cambial de fins da década de 1980 não foi muito longe no Paraguai. A rigor, as modestas mudanças na regulamentação do SFP a partir de 1989 não conformam o que, na literatura recente, se tem denominado de liberalização. Tais mudanças deixaram de contemplar, pelo menos, duas medidas “clássicas” nessas experiências, quais sejam, a desregulamentação (“dessegmentação”) interna do setor, significando a autorização para que os bancos comerciais possam operar como bancos universais (ou múltiplos, como se denominam no Brasil), e ampla abertura à captação de recursos no exterior, seja por parte de bancos ou empresas não-financeiras; somente bancos foram autorizados a este tipo de captação e, mesmo assim, apenas para fins de financiamento ao comércio exterior.

¹³ Com esta medida, manteve-se o caráter não-punitivo do redesconto, mas eliminou-se o subsídio e o “risco moral” que caracterizaram o uso desse instrumento na década de 1980. Por outro lado, foi mantida uma antiga distorção do uso deste instrumento, que, no Paraguai, cumpre (ainda), basicamente, a função de “promover o crédito em favor dos setores produtivos” (Macchi, 1992: 168), e não a função clássica de disciplinar o sistema bancário em suas operações ativas.

A modéstia das reformas, aliada à persistência da inflação em níveis relativamente altos, explicam seus efeitos, também modestos, sobre o modo de operação do SFP. Ao contrário do observado em outras economias latino-americanas que reformaram seus sistemas financeiros no mesmo período, a reforma financeira no Paraguai não resultou em expansão do mercado de capitais – que era e ainda é absolutamente inexpressivo, não só no segmento de renda variável (ações), mas também no segmento de renda fixa, mesmo para títulos de curto prazo. O estímulo ao mercado de capitais, em geral, ocorre a partir da entrada de investimentos externos no país, o que no Paraguai ocorreu de forma bastante moderada, exceto na rubrica de investimentos diretos.

No setor financeiro, apenas o sistema bancário se expande no início da década de 1990 e, ainda assim, por pouco tempo – até a deflagração de uma crise bancária no início de 1995. Os depósitos no sistema crescem significativamente até 1994, liderados pelos depósitos em moeda estrangeira, que elevam sua participação sobre o total de menos de 40% em 1990 para 49,4% nesse último ano, tendo chegado a 55,5% em 1993. O crédito ao setor privado também se expande no período, com aumento da participação das operações em moeda estrangeira em detrimento dos negócios em moeda nacional. Além da própria composição dos depósitos, este perfil de crescimento do crédito reflete ainda a elevada diferença entre as taxas de juros em moeda nacional e estrangeira – a primeira se mantém mais de 100% superior à segunda –, diferença observada até os dias de hoje.

A expansão do crédito na primeira metade da década de 1990, contudo, não pode ser inteiramente atribuída às mudanças implementadas no sistema financeiro, devendo-se também a uma peculiaridade da economia paraguaia, já presente antes das reformas. Trata-se do papel do setor público como *credor líquido* do sistema bancário, refletindo a política de subsídio do governo ao setor – em geral, por intermédio do BCP – que, ao que tudo indica, não foi alterada depois das reformas. Esta condição foi reforçada no início desta década, diante das elevadas taxas de crescimento do crédito do setor público aos bancos. Assim, parte do aumento do crédito ao setor privado no período é, na verdade, empréstimo do governo – e não do sistema bancário – ao setor.

Essa postura permissiva do governo com relação ao setor financeiro, aliada à flexibilização cambial, à liberação da captação bancária externa e à falta de um sistema de informações e supervisão bancárias adequado, criou um ambiente propício a “excessos” e imprudências por parte dos bancos. Este quadro resultou em uma crise bancária no início de 1995, cujos efeitos ainda se fazem sentir no SFP até os dias atuais.

Inicialmente, o BCP tentou conter a crise pela ampliação de seu instrumento tradicional de atuação nesses casos – o “socorro de liquidez” – e de um mecanismo nada ortodoxo, dado pelo redirecionamento dos depósitos das empresas públicas para os bancos nacionais – que vinham perdendo depósitos rapidamente – em detrimento dos estrangeiros. Entre o socorro direto aos bancos sob intervenção e um programa especial criado na ocasião, denominado “Rede de Segurança Bancária”, o BCP pôs à disposição do sistema bancário empréstimos equivalentes, respectivamente, a 21,7% e 16,8% dos depósitos bancários totais nesses anos [BCP, 1996b].

Em meados de 1996, persistindo os problemas, o governo criou uma nova linha de crédito para os bancos em dificuldades, de prazo mais longo que o concedido pela “Rede de Segurança”, denominada “Plano de Reabilitação” – pela qual, o BCP alocou mais US\$ 60 milhões ao sistema bancário neste ano – e editou a “Lei Geral de Bancos, Financeiras e Outras Entidades de Crédito” (Lei n. 861, de 12/7/96), revendo as condições de operação do SFP.

Distintamente do que se observou no Brasil e na Argentina, países que, diante das crises bancárias enfrentadas também em 1995, reforçaram os controles prudenciais sobre o sistema financeiro e criaram programas de reestruturação do setor – o PROER no Brasil e o FFCB na Argentina –, o governo paraguaio adotou apenas a primeira linha de ação e, ainda assim, de forma mais amena que nos outros dois países. A Lei nº 861/96 é, basicamente, um instrumento de ampliação do processo de liberalização financeira e cambial que, paralelamente, institui alguns mecanismos de controle prudencial de risco¹⁴.

¹⁴ Os principais tópicos da Lei nº 861/96 encontram-se na versão completa da pesquisa já mencionada.

Comparado aos sistemas financeiros brasileiro e argentino, o SFP se diferencia, portanto, em três aspectos fundamentais: *a)* as regras de controle e supervisão prudencial da atividade bancária são embrionárias no Paraguai, pois a regulamentação parece amena frente às necessidades de saneamento do setor e sua aplicação esbarra na falta de recursos humanos e tecnológicos; *b)* o mercado de capitais praticamente inexistente no país, mantendo-se estagnado mesmo após a liberalização financeira – nos demais países do bloco, este mercado é precariamente desenvolvido, concentrado no segmento secundário, mas encontra-se em expansão desde o início da década de 1990; e *c)* a taxa de inflação e o grau de risco cambial são substancialmente mais altos que nos outros países do bloco, o que, aliado à ausência de mecanismos de indexação dos ativos, atua como um obstáculo ao desenvolvimento do mercado financeiro local.

Entre essas limitações, a inflação, elevada até mesmo para os padrões da América Latina, e a instabilidade cambial são, certamente, fatores decisivos. Essas condições desencorajam a atividade financeira e explicam a persistência de características importantes e bastante desfavoráveis ao bom funcionamento do SFP, entre elas o baixo grau de diversificação do setor, fortemente concentrado em bancos, o baixo grau de diversificação da atividade bancária, as elevadas taxas de juros e *spreads* bancários¹⁵ e o elevado grau de risco de crédito, refletido no sistemático aumento da inadimplência e em baixos níveis de provisões contra este tipo de risco.

Em suma, embora sem dúvida tenha registrado avanços importantes nos últimos anos, o SFP ainda apresenta algumas limitações no que tange às condições macroeconômicas, à regulamentação prudencial, à supervisão bancária e, por conseguinte, ao seu efetivo modo de operação.

¹⁵ Mesmo após a liberalização financeira, as taxas reais de captação bancária em moeda nacional se mantiveram muito baixas, sendo até negativas em alguns anos (1991, 1993, 1994 e 1998), mas as taxas de empréstimos até se elevaram – em média, foram de 16,8% ao ano, entre 1992 e 1997. O mesmo se verifica nas operações em moeda estrangeira, cujas taxas de captação recuaram sistematicamente ao longo da década de 1990, enquanto as taxas dos empréstimos se mantiveram, praticamente, inalteradas no mesmo período.

II.5. O Sistema Financeiro Uruguaio (SFU)

O Uruguai foi uma das primeiras economias latino-americanas a implementar um programa de liberalização financeira e comercial nos anos 1970. Em 1974, o governo estabeleceu plena liberdade cambial e um sistema de câmbio flutuante. O sistema financeiro foi desregulamentado, gerando um rápido crescimento do número de bancos e casas bancárias, especialmente de *instituições financeiras externas*, voltadas exclusivamente para captação e aplicação de fundos de não-residentes, constituindo desde então um centro de operações *off-shore*, sobretudo para países latino-americanos.

Uma das conseqüências mais visíveis da liberalização financeira, face a um período de reconhecida alta liquidez nos mercados internacionais de crédito, foi um crescimento abrupto da captação de empréstimos externos. Estes foram, em grande medida, direcionados para o mercado mobiliário, gerando uma verdadeira bolha de preços. O setor público também expandiu seu endividamento em moeda estrangeira (essencialmente dólar), aproveitando o quadro de liquidez abundante.

Diante desse processo de rápido crescimento da dívida externa, a súbita elevação das taxas de juros norte-americanas (e internacionais) em 1979 teve um efeito sobre a economia uruguaia similar ao ocorrido em quase todas as economias latino-americanas: o crescimento do estoque de dívida e da vulnerabilidade financeira externa. Tendo em vista que parte substancial dessa dívida estava em nome de agentes privados, com fluxos de caixa em pesos uruguaios, a inversão do quadro favorável de liquidez internacional, associada à elevação da dívida e ao esfriamento da atividade econômica, geraram desequilíbrios financeiros significativos, aumentando o risco de “quebradeira” de grande parte do setor privado – financeiro e não-financeiro¹⁶.

¹⁶ A solução uruguaia tampouco foi original: a estatização de grande parte da dívida privada, mediante operações veladas de *swap* de dívida pública privada em dólares por dívidas em pesos uruguaios, com taxas de juros inferiores àquelas existentes nos mercados internacionais. Este processo de estatização da dívida incluiu a compra, por parte do BCU, de carteiras de créditos (duvidosos) de bancos comerciais, como forma de aliviar o risco sistêmico. Apesar da forte intervenção do Banco Central, alguns importantes bancos – como o Banco Comercial, além de outros dois bancos de capital uruguaio e do Banco Pan de Azúcar, de capital chileno – faliram e passaram a ser administrados pelo próprio BCU.

Como de resto na América Latina, o custo do ajuste requerido da economia uruguaia ao longo da década de 1980 foi bastante significativo, especialmente a partir de 1982: entre esse ano e 1989, o PIB decresceu a uma taxa média de cerca de 0,3% ao ano. A inflação também se acelerou durante a década de 1980, passando de cerca de 47% em 1976 para algo em torno de 50% entre 1984 e 1986 e 71% em 1986. Somente a partir dos anos 1990, a economia uruguaia volta a apresentar um bom desempenho econômico. Nessa década, até 1997, o PIB cresceu à taxa média anual de 3,7%, elevando-se este percentual para 4,5% se excluirmos o ano de 1995 – o único de crescimento negativo no período, como reflexo da crise cambial mexicana, deflagrada em fins de 1994, que gerou um quadro de instabilidade para toda a região.

A expansão econômica da década de 1990 pode ser atribuída à combinação de três fatores intimamente relacionados: a retomada do fluxo de capitais externos para o país, o crescimento do crédito ao setor privado – motivado pela expansão da liquidez e pela queda (ainda que moderada) das taxas de juros – e a expansão do próprio nível de consumo. Este perfil de crescimento econômico levou o país a registrar déficits sistemáticos na conta corrente do balanço de pagamentos, apesar do bom desempenho das exportações no período, desequilíbrio que só foi possível devido ao aumento das captações de recursos no exterior, especialmente por parte dos bancos no Uruguai.

A contínua entrada de capital na relativamente pequena economia uruguaia estimulou, por outro lado, a utilização do câmbio como variável de ajuste no combate à inflação¹⁷, como em regra aconteceu em diversas economias latino-americanas. Assim, o peso uruguaio tem sido desvalorizado gradualmente, em um sistema de bandas: o Banco Central permite que o câmbio flutue dentro de uma banda de 3% e a média da banda é ajustada anualmente em 0,6%. De fato, esta política permitiu uma forte valorização real do peso

¹⁷ Além da política cambial, o governo vem adotando desde 1991 uma política fiscal de contenção como arma contra a inflação. Sob o acordo precaucionário de linha de crédito com o FMI em 1998, o Uruguai passou a se comprometer com metas inflacionárias, medidas pelo Índice de Preços ao Consumidor, menores que 10% ao ano – apesar do governo uruguaio nunca ter tido um compromisso forte neste sentido.

uruguaio, especialmente entre 1994 e 1995, mas que permanece claramente até os dias de hoje.

O SFU é, como nas demais economias do bloco, um sistema concentrado em bancos, mantendo, porém, uma diferença importante em relação aos demais países no que tange à regulamentação do setor bancário. No Uruguai, vigora o regime de segmentação do mercado, no qual bancos comerciais e demais tipos de instituições financeiras têm áreas de atuação e regulamentação específicas.

O mercado de capitais, embora venha passando por grandes mudanças legais e operacionais nos últimos três anos, é ainda precariamente desenvolvido. Em 1996, o Congresso aprovou duas leis visando a sua expansão: a Lei nº 16.749, que estabelece as regras para lançamentos públicos e privados de ações e instrumentos de dívida, e a Lei nº 16.774, que estabelece as exigências e termos de regulamentação e supervisão para os fundos mútuos de investimentos¹⁸. Apesar destas mudanças, o mercado ainda peca claramente por falta de transparência e de supervisão mais ágil¹⁹, o que mantém o número de empresas com ações negociadas em bolsa estagnado em 18. Se o número de empresas emitindo títulos na bolsa cresceu de 23 em 1993 para 61 em 1998, isto se deve exclusivamente ao lançamento de títulos privados de dívidas (debêntures).

Quanto ao sistema bancário, uma das tendências mais peculiares nesta década tem sido a sua dolarização: atualmente mais de 60% de todo o crédito concedido pelo sistema financeiro privado uruguaio e mais de 80% de seus depósitos estão denominados em moeda estrangeira. Esse crescimento dos depósitos em moeda estrangeira poderia indicar, em princípio, que estaria sendo alcançado o objetivo de crescimento do sistema financeiro enquanto *off-*

¹⁸ O Banco Central mantém-se como organismo regulador do mercado de capitais, determinando os padrões de ética profissional e de suprimento de informação e periodicidade de publicação de relatórios.

¹⁹ Demonstração disto é o fato de que, em 1998, a Granja Moro S. A., a maior avicultura do país, sofreu investigação após ter-se tornado inadimplente: cerca de US\$ 50 milhões de seus passivos com terceiros não constavam em seu relatório anual. O efeito desta falha de transparência e supervisão foi uma crise de confiança no mercado, com conseqüências depressivas sobre o volume de negociações.

shore – meta estabelecida desde as reformas financeira e cambial de 1974. Entretanto, uma análise mais detalhada dos dados demonstra que, de fato, esse crescimento se deve, essencialmente, a depósitos de uruguaios. Este não é um detalhe: um aumento do grau de dolarização no sistema bancário sem um correspondente aumento de ativos em dólares – em vez de simplesmente depósitos denominados em dólares – amplia o grau de vulnerabilidade do sistema a corridas bancárias geradas por perda de credibilidade da política cambial.

Já o crescimento do crédito em dólares se justifica por dois motivos básicos. Primeiramente, a significativa diferença entre as taxas em moeda estrangeira e em pesos uruguaios. Este diferencial se justifica pelo risco cambial, na forma como é percebido pelos bancos, dado o crescimento dos depósitos em moeda estrangeira como forma de financiamento de suas operações de crédito no mercado interno. Em segundo lugar, este diferencial atrai capital externo – supondo-se que a situação cambial não irá se deteriorar de forma abrupta –, capacitando os bancos locais a expandirem seus empréstimos em dólares.

Outra importante tendência do mercado bancário uruaio tem sido o crescimento da participação do crédito ao setor privado no total do crédito concedido ao setor não-financeiro. Isto se deve a dois fatores. Em primeiro lugar, deve-se à retração da dívida pública, tendo em vista o programa de ajuste fiscal nos anos 90, grandemente auxiliado pelo crescimento do produto, e portanto das receitas tributárias. Em segundo lugar, o diferencial de juros entre pesos uruguaios e dólares é suficientemente grande para, em um contexto de câmbio administrado, gerar preferência e forte demanda por empréstimos denominados em dólar, expandindo, por esta via, os empréstimos totais. Vale notar, por fim, que uma parte significativa desses empréstimos é captada pelo setor exportador, que os utiliza como *hedge* para seus recebíveis em moeda estrangeira.

A partir de 1996, o sistema bancário uruaio passa a enfrentar dificuldades. Em setembro daquele ano, o Banco Central interveio pesadamente no *Banco Pan de Azúcar*, que se tornou incapaz de

cumprir alguns requisitos da regulamentação bancária (inclusive o de capital mínimo), preparando sua transferência para a iniciativa privada. Em Setembro de 1998 o BCU interveio também no *Banco de Crédito*, uma das quatro maiores instituições bancárias do país, após uma “corrida” contra os depósitos daquela instituição.

De forma similar ao que ocorreu no Brasil e na Argentina, a crise bancária no Uruguai suscitou fortes intervenções do Banco Central, no sentido de evitar colapsos sistêmicos, bem como o reforço de controles prudenciais sobre o sistema financeiro. Já a partir de 1995, o Banco Central passa por significativa reestruturação, visando ao reforço de sua capacidade de supervisão de entidades e mercados financeiros, bem como de seu grau de autonomia em relação ao Governo Federal – a partir de então, o BCU fica impedido de financiar as atividades do Governo além de um teto específico para garantir a recompra de títulos públicos e, portanto, garantir a liquidez deste mercado.

Quanto aos controles prudenciais, as medidas adotadas foram o aumento gradual da relação capital-ativo mínima exigida (Acordo da Basiléia), dos 8% estabelecidos em 1994 para 10%, a ser alcançada até 2000, e o aumento gradual, até setembro de 2000, das provisões requeridas contra risco de crédito, de acordo com uma escala de risco que varia de 0,5% (“risco normal”) a 100% (“irrecuperáveis”), sendo de 50% a provisão exigida nos empréstimos classificados como de “alto risco” (um nível abaixo dos créditos irrecuperáveis).

III INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NO MERCOSUL – ALGUNS ASPECTOS RELEVANTES

III.1. Notas sobre o Processo de Integração Econômica

A integração de mercados de nacionalidades distintas é uma tendência que acompanha o desenvolvimento do capitalismo desde a sua formação, manifestando-se, em termos práticos, pela geração ou aumento significativo, relativamente à dimensão dos mercados

nacionais, do fluxo de negócios entre os países envolvidos. O efeito econômico mais imediato e evidente da integração é a *ampliação* desses mercados, tanto pelo lado da oferta quanto da demanda, por meio da incorporação de novas áreas geográficas e de seus respectivos produtores e consumidores. Os acordos de integração econômica (comercial e/ou financeira), que vêm sendo firmados, crescentemente, a partir do pós-Segunda Guerra visam, essencialmente, a *disciplinar* esse processo de ampliação de mercado.

A ampliação do mercado estimula tanto a *concorrência* quanto a *complementaridade* entre os mercados nacionais, embora com intensidades variáveis, de acordo com o grau de semelhança entre as estruturas de oferta e demanda do setor. Grosso modo, quanto mais semelhantes entre os países forem estas estruturas, mais a integração estimulará a concorrência, em detrimento da complementaridade. Analogamente, estruturas nacionais relativamente distintas, quando integradas, tendem a reforçar as relações de complementaridade, sem efeitos importantes sobre o grau de concorrência característico do setor.

Entre os principais efeitos da integração – dimensão, concorrência e complementaridade –, apenas o último é, em princípio, benéfico a qualquer setor e tipo de mercado. O desenvolvimento de relações de complementaridade tende a aumentar a eficiência dos mercados envolvidos, por meio do acesso a novos produtos e tecnologias e, possivelmente, da redução de custos ao longo da cadeia produtiva. A ampliação do mercado tende também a estimular a maioria dos setores, mas é especialmente benéfica àqueles que desfrutam de economias de escala. Nestes casos, o acesso a novos mercados viabiliza a implementação de mudanças organizacionais e tecnológicas capazes de reduzir custos e aumentar a eficiência com que opera o setor.

O acirramento da concorrência, por sua vez, favorece apenas os setores ou mercados cujo grau (elevado) de concentração não chega a comprometer sua eficiência microeconômica e potencial de crescimento²⁰. A concentração do mercado não é, necessariamente,

²⁰ Este comprometimento pode ocorrer pela imposição de preços artificialmente altos, capazes de inibir a demanda, pelo baixo aproveitamento da capacidade instalada, e/ou por qualquer outro artifício com efeitos semelhantes.

um fator gerador de ineficiência. Para os setores que contam com economias de escala, por exemplo, estruturas concentradas em poucos grandes produtores tendem a ser mais eficientes que estruturas pulverizadas e altamente competitivas²¹. Nestes casos, portanto, a integração é mais eficiente quando o principal subproduto da expansão do mercado é a ampliação das relações de complementaridade com outros mercados, e não a intensificação da concorrência.

Em todos os casos, a complementaridade é o aspecto fundamental na avaliação da eficiência microeconômica da integração. A concorrência, por si só, não amplia o mercado, já que, no processo competitivo, um componente da oferta é total ou parcialmente substituído por outro. Assim, se o objetivo principal da política de integração é o alargamento da dimensão do mercado, ela será economicamente mais eficiente nos casos em que resultar, principalmente, no desenvolvimento de relações de complementaridade e, portanto, nos casos em que envolver países com estruturas setoriais relativamente distintas.

Ainda nesse caso, porém, seria inocente imaginar-se que este processo possa se desenrolar, espontaneamente, sem gerar conflitos e prejuízos para as economias em integração. Além disso, é importante ter claro que o aumento da *eficiência microeconômica*, por si só, não garante uma maior *eficiência macroeconômica* – aqui entendida como a manutenção de um ambiente propício ao crescimento sustentado do produto e do bem-estar social ao longo do tempo, na ausência de desequilíbrios internos e externos capazes de comprometer o potencial de crescimento das economias integradas²². Esta distinção entre a eficiência microeconômica e a

²² O caso mais evidente de aumento da eficiência microeconômica em detrimento da eficiência macroeconômica tem sido o processo de liberalização comercial e financeira das economias latino-americanas nos anos 80 e 90: dada a sua unilateralidade e a rapidez do processo, este foi acompanhado por rápido crescimento de desequilíbrios de balança comercial, crescimento econômico medíocre – com alta significativa do desemprego a partir de meados dos anos 90 – e vulnerabilidade financeira. Movimentos de integração com êxito são, quase necessariamente, processos negociados multilateralmente, com preparação significativa das partes envolvidas – no sentido de promover tanto um *phasing-out* coordenado das atividades não mais competitivas em um ambiente de integração, de aproveitar de vantagens comparativas (estáticas e dinâmicas) das economias envolvidas e de estabelecer uma convergência suave de regulamentação e práticas de mercado.

macroeconômica tem implicações especialmente importantes para a análise dos efeitos do processo de intermediação financeira, objeto da seção seguinte.

III.2. *Especificidades do Processo de Integração Financeira*

As políticas de integração financeira são bem mais recentes que as adotadas na área comercial, tendo surgido, de um modo geral, como um capítulo destas, como é o caso no acordo do MERCOSUL. Mais especificamente, a integração de mercados financeiros surge como uma preocupação – e um item da agenda de políticas econômicas – somente nos anos 1980, acompanhando o processo de liberalização desses mercados.

Tal como no caso da integração comercial, a principal motivação para a adoção de políticas de integração financeira é a ampliação dos mercados envolvidos. No caso da integração financeira, contudo, a possibilidade de incompatibilidades entre os ganhos de eficiência micro e macroeconômica, associados a este processo, torna-se uma questão especialmente delicada, tendo em vista o papel central que o setor ocupa entre as condições de funcionamento e de crescimento das economias de mercado. Mais do que em qualquer setor, a *eficiência macroeconômica* do sistema financeiro é crucial para gerar condições de *eficiência macroeconômica* dos demais setores da economia²³.

A velocidade e a volatilidade dos fluxos de capital financeiro sempre foram bastante mais significativas do que no caso dos fluxos de comércio e capital produtivo – e têm aumentado de forma impressionante a partir dos anos 1980 e 1990, devido aos avanços recentes na área computacional, facilitando e acelerando o processamento e envio de informações por sistemas interligados internacionalmente [Feeney, 1994]. Assim, a recente ampliação do grau de abertura e integração financeira das economias desenvolvidas e em desenvolvimento vem gerando elevados e voláteis fluxos

²³ Um estudo recente do Banco Mundial (Beck, Levine e Loyaza, 1999) confirma uma forte relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.

de capital entre mercados de tamanhos distintos e, portanto, com capacidades distintas de absorção desses recursos. Tal movimento, por um lado, pode ser benéfico às economias envolvidas, na medida em que amplia seu acesso a novos recursos. Por outro, contudo, carrega o risco de efeitos macroeconômicos adversos, associados à possibilidade de desestabilização dos preços dos ativos e de mudanças acentuadas nos preços relativos internacionais, devido à geração de processos inflacionários e/ou de súbitas oscilações das taxas de câmbio. Em todos os casos, eleva-se o risco de crises cambiais e financeiras.

Nos mercados financeiros menos desenvolvidos, ou menos líquidos, como os dos membros do MERCOSUL, esse processo pode levar a uma exposição repentina das instituições financeiras locais a mercados mais robustos e com melhores condições de competição, tornando inviável a sobrevivência dessas instituições e, em consequência, o desenvolvimento de mecanismos domésticos de intermediação financeira, necessários ao crescimento econômico da região²⁴.

Diante desses possíveis efeitos deletérios da integração financeira, tal política deve ser analisada em duas dimensões distintas e complementares. A primeira – a dimensão *física* – se traduz pelo fluxo regular de operações *cross border* e, naturalmente, por mudanças na composição dos balanços das instituições financeiras dos países envolvidos, que passam a contar, de forma permanente, com uma participação importante de ativos e passivos externos, oriundos dos demais países do bloco. A dimensão *institucional*, por sua vez, envolve a harmonização da regulamentação do setor, de modo a facilitar o intercâmbio financeiro entre os países envolvidos²⁵.

²⁴ Um caso patente aqui é o efeito recente de esvaziamento de alguns mercados primários de capital latino-americanos quando expostos – devido à liberalização financeira externa – à competição com o mercado de capitais norte-americano. Este processo agravou, ao invés de resolver, o problema de alocação de poupança privada doméstico e, portanto, o financiamento de longo prazo.

²⁵ É interessante observar que, no que tange a ambas dimensões, os sistemas financeiros passaram por um processo de abertura financeira em que, pela liberalização da conta de capital e abertura financeira a estrangeiros, houve crescimento da integração extra-bloco (i.e., destes com sistemas financeiros de economias desenvolvidas) muito mais significativo do que o de integração financeira intra-bloco.

O aspecto institucional é fundamental no processo de integração financeira, uma vez que a regulamentação pode interferir diretamente na rentabilidade efetiva e esperada dos ativos. Neste sentido, políticas de integração financeira devem ter como eixo e condição básica a homogeneização da regulamentação em três pontos essenciais:

- i. o grau de abertura dos mercados nacionais, que deve ser ampliado;
- ii. a tributação, que deverá ser homogênea entre os países do bloco; e
- iii. a regulamentação prudencial do setor, que deve ser reforçada.

O primeiro é o que dá partida ao processo, abrindo espaço para a realização de negócios, dentro do bloco, de países privilegiados pela política. O segundo visa a evitar distorções de natureza fiscal na alocação de recursos – ou seja, a eventual concentração de negócios em algum mercado mais favorecido pela baixa (ou nula) cobrança de impostos. E o último é necessário para criar um ambiente de maior segurança nos mercados envolvidos, mais propício aos investimentos.

Como já observamos, do ponto de vista da *eficiência microeconômica*, as políticas de integração financeira serão, em princípio, benéficas. O setor financeiro, especialmente em seu segmento bancário, inclui-se no grupo de atividades que, por razões de ordem administrativa (organizacional) e, mais recentemente, tecnológicas (informatização dos serviços), desfrutam de economias de escala. Mesmo nas maiores economias do bloco, Argentina e Brasil, problemas de escala tornam baixa a competitividade tanto de instituições como de mercados financeiros²⁶. Sendo assim, é

²⁶ É neste sentido que podemos entender dois fenômenos na economia brasileira: o acelerado processo de concentração bancária entre grandes bancos nacionais – o que não tem podido evitar o crescimento acelerado dos bancos estrangeiros, com entrada recente – e o rápido crescimento das emissões de títulos e ações (ADR e GDR) de empresas brasileiras no mercado norte-americano vis-à-vis o crescimento de emissão primária de ações e debêntures no mercado brasileiro. Evidentemente, os problemas de escala não esgotam as explicações sobre estes fenômenos, mas não parece, que sejam fatores fundamentais.

razoável esperar que as instituições financeiras (em especial, as bancárias) sejam favorecidas pela expansão de mercado proporcionada pela integração.

Quanto aos efeitos deste processo sobre as condições de concorrência e as relações de complementaridade do setor, não há uma resposta única: eles dependerão das estruturas financeiras do conjunto de economias em questão. Em tese, como já observado, a experiência de integração será mais eficiente se o conjunto for relativamente heterogêneo quanto a este aspecto – isto é, se envolver economias com sistemas bancários e mercados de capitais com graus de desenvolvimento desiguais. Neste caso, a concorrência pelo mercado comum será menos intensa e o aproveitamento das economias de escala pelas instituições com melhores condições de ampliação da capacidade instalada será maior.

III.3. *Prováveis Conseqüências da Integração Financeira no Mercosul*

O anexo 2 apresenta uma comparação resumida das principais características das estruturas financeiras do MERCOSUL, bem como dos principais itens de suas regulamentações. Como se pode perceber deste quadro, as estruturas financeiras do MERCOSUL são semelhantes apenas sob dois aspectos interrelacionados: quanto à predominância de instituições bancárias sobre as não-bancárias e quanto ao baixo grau de desenvolvimento do mercado de capitais. Contudo, há ainda diferenças importantes entre os quatro países, no que tange a alguns elementos estruturais de seus sistemas financeiros, que deverão condicionar seu processo de integração:

- i. os quatro são *sistemas com base em crédito*, entretanto o tamanho, o grau de sofisticação e o papel dos mercados de capitais são notoriamente maiores no Brasil que nos demais sistemas do bloco.
- ii. o *grau de internacionalização do sistema bancário* é bastante elevado na Argentina, Uruguai e Paraguai, sendo bem menor (embora crescente) no Brasil.

- iii. a *regulamentação prudencial*, em matéria de controles e exigências, é mais forte na Argentina e Brasil que nos outros dois países, sendo especialmente precária no Paraguai.
- iv. o *grau de segurança (solidez) do sistema bancário*, não só em função da regulamentação prudencial mas também dos instrumentos de “socorro” ao sistema bancário disponíveis, é sensivelmente maior na Argentina e no Brasil e mais baixo no Uruguai e no Paraguai.
- v. quanto ao *grau de desenvolvimento do mercado de capitais*, somente o Brasil parece ter alguma perspectiva de expansão neste setor; nos demais países do bloco, o financiamento direto praticamente inexistente no mercado doméstico, restando apenas a alternativa da emissão de títulos no exterior.

Essas condições sugerem que o avanço do processo de integração financeira no MERCOSUL deverá ter, como um de seus resultados, o fortalecimento de alguns agentes e mercados nacionais – notadamente, da Argentina e Brasil –, sendo especialmente beneficiados:

- i. os *grandes bancos dos dois países* – muitos dos quais, vale lembrar, de capital estrangeiro – que, pela concorrência, deverão “expulsar” do mercado comum do bloco os bancos de menor porte, sediados no Uruguai e no Paraguai;
- ii. o *mercado de capitais brasileiro*, basicamente pelo aumento do intercâmbio com as instituições bancárias argentinas, que deverão ser, gradativamente, incorporadas à demanda local neste mercado, à medida que se estabilizem as condições macroeconômicas no Brasil e se recuperem as perspectivas de retorno dos ativos de renda variável;
- iii. as *grandes instituições bancárias estrangeiras* ainda não sediadas nos países do bloco, que deverão ser atraídas pela tendência à expansão do mercado, característica de políticas bem sucedidas de integração.

O fato de instituições e mercados das duas maiores economias tenderem a prevalecer sobre as das economias do Uruguai e Paraguai pode representar significativos problemas do ponto-de-vista da soberania daqueles países – e esta é uma questão por demais complexa para ser tratada aqui. Porém é importante ressaltar que, em primeiro lugar, este resultado será inevitável, se for mantido o processo de abertura financeira daquelas economias. Em segundo lugar, poderá haver ganhos microeconômicos significativos para as economias paraguaia e uruguiaia, na medida em que, a partir da integração, seja incentivada, nestes mercados, a instalação de novas filiais de bancos estrangeiros, inclusive brasileiros e argentinos, normalmente de maior porte e mais sólidos que os nacionais já existentes. Por fim, Paraguai e Uruguai poderão desfrutar de ganhos de eficiência macroeconômica, na medida em que novas fontes de financiamento para a produção e os investimentos poderão emergir do processo de alargamento de mercados e instituições do bloco.

IV CONCLUSÃO

As políticas de liberalização financeira implementadas nos países do MERCOSUL ao longo da década de 1990, aliadas aos programas de estabilização de preços do mesmo período, tornaram viável um quadro macroeconômico de estabilidade de preços e moderada retomada do crescimento (com exceção da Argentina, que teve um crescimento bastante significativo). Este quadro porém foi acompanhado por uma crescente vulnerabilidade externa – associada à deterioração dos saldos de transações correntes e, em alguns momentos, também a inversões dos fluxos de capital.

Em todas as economias do bloco, observou-se também nítida expansão da atividade financeira na década, tanto de financiamento quanto de negociação de títulos em mercados organizados. Seja devido a choques externos – levando a elevações bruscas das taxas de juros domésticas –, seja por simples despreparo das instituições financeiras na concessão de crédito e/ou das autoridades domésti-

cas na supervisão e regulação do setor financeiro, esta expansão não raro levou a surtos de fragilidade, quando não a crises financeiras.

Neste sentido, as quatro economias em análise têm histórias similares de liberalização e crises financeiras. Inicialmente, essas experiências motivaram intervenções emergenciais de salvamento das instituições em dificuldades por parte das autoridades monetárias locais e, à medida que tais tentativas se mostraram insuficientes, deram início a processos de reestruturação do sistema financeiro, em especial do sistema bancário. Embora diferindo entre si quanto à forma e o ritmo de implementação, esses processos de reestruturação tiveram um traço comum nos países do MERCOSUL, ou seja, a ampliação do grau de internacionalização da atividade financeira.

Apesar dos avanços, os desafios que se colocam aos sistemas financeiros domésticos não são triviais. Podemos listar alguns como exemplo:

- i. todos os sistemas bancários domésticos passaram por crises recentemente, sendo que o sistema bancário paraguaio ainda se encontra em estágio preliminar na recuperação de uma crise bancária seriíssima;
- ii. a abertura financeira e aumento dos passivos em moeda estrangeira dos sistemas bancários aumentaram significativamente a vulnerabilidade destes a mudanças cambiais abruptas, como se observa claramente no caso argentino e uruguaio;
- iii. os mercados de capital secundários cresceram significativamente, especialmente no caso brasileiro, porém este crescimento não redundou em expansão expressiva dos mercados primários – fonte privilegiada de financiamento de médio e longo prazo em diversas economias;
- iv. o processo de liberalização e internacionalização gerou problemas competitivos a instituições e mercados financeiros domésticos, dado que estes não possuem escalas suficientes para fazer face ao seus pares internacionais.

O crescimento econômico futuro, cada vez mais premente e inadiável, dependerá principalmente da capacidade de as economias retomarem níveis de acumulação e demanda interna compatíveis com a redução dos níveis de desemprego. Por sua vez, parece ser evidente que a retomada do crescimento exige a capacidade de expandir a acumulação interna com redução da vulnerabilidade financeira externa. Segue-se daí que a retomada do crescimento deve necessariamente estar calcada em mecanismos sólidos de financiamento do investimento e alocação de poupanças, ou seja, depende em grande medida da estrutura e formas de operação dos sistemas financeiros domésticos.

De uma certa forma, alguns dos desafios que se colocam para os sistemas financeiros do MERCOSUL podem ser mitigados pela integração financeira. Dadas as peculiaridades de cada uma das economias, o processo evidentemente é complexo e apresenta significativos desafios. Neste sentido, procuramos aqui discutir alguns destes desafios, sempre tendo em mente que a integração, caso seja um processo planejado e gradual, pode apresentar vantagens significativas para as quatro economias do bloco, como mostramos na seção 3.

O fato de haver vantagens econômicas substanciais na integração financeira não elimina, contudo, os problemas de ordem institucional que tal processo impõe. Como mostra o anexo 2, os países integrantes do bloco apresentam significativas diferenças no que tange ao grau de internacionalização e dolarização de seus sistemas financeiros. O grau de dolarização da Argentina, Paraguai e Uruguai é bastante mais significativo que no Brasil. Além disso, a existência de bancos *off-shore* no Uruguai reduz a capacidade de regulação e supervisão sobre o sistema bancário do bloco como um todo. Isto porque, por exemplo, as *instituições financeiras externas* uruguaias podem realizar transferências de recursos para o exterior em grandes montantes, com ampla liberdade, sem aviso prévio às autoridades monetárias locais. Obviamente, uma integração financeira mantendo-se a peculiaridade destas instituições uruguaias poderia estimular a formação de entidades financeiras, associadas às já existentes no bloco, com a finalidade de burlar as restrições domésticas de transferências de fundos. Tendo em vista que a existência de meca-

nismos de controle e supervisão de risco é fundamental para a estabilidade financeira, esta possibilidade será um importante desafio para a integração financeira do bloco.



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARAÚJO Jr., J. T. de. *Concorrência e mudança estrutural: a experiência brasileira recente*. – Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1985.
- BAUMOL, W. J., PANZAR, J. C. e WILLIG, R. D. *Contestable markets and the theory of industry structure*. – New York: Harcourt Brace, 1982.
- Banco Central del Paraguay - BCP. *Informe de gestión 1996 - Política financiera*. (via internet)
- BECK, T. R. Levine e LOYAZA, N. Finance and sources of growth. World Bank, 1999. mimeo
- FANNELLI, J. M. e MACHINEA, J. L. O movimento de capitais na Argentina. In: FFRENCH-DAVIS, R e GRIFFITH-JONES, S. *Os fluxos financeiros na América Latina*. – Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.
- FEENEY, P.W. Securitization: redefining the bank. *The Money and Banking Series* (gen. ed. Hohn R. Presley). – New York: St. Martin's Press, 1994.
- IMF - International Monetary Fund. Paraguay: recent economic developments. (prepared by J. M. Bailén, B. Brauman and J. C. Jaramilo). IMF Staff Country. Washington, DC, Feb. 1999 (Report n 99/10).
- IPEA/CEPAL. O Plano Real e outras experiências de estabilização. Brasília, 1997.
- KRUGMAN, P. R. e OBSTFELD, M. *International Economics* (4th ed.). – New York: Addison-Wesley, 1996.
- MACCHI, B. Regulación y supervisión de la banca en Paraguay. In: HELD, G. & SZALACHMAN, R. *Regulación y supervisión de la banca: experiencia en América Latina y Caribe*, v. 2. CEPAL/PNUD, 1992.

- MACHINEA, J. L. Uma reflexão a meio caminho: dois anos de conversibilidade. IPEA/CEPAL, 1997.
- STUDART, R. e HERMANN, J. Estrutura e operação dos sistemas financeiros no Mercosul: perspectivas a partir das reformas Institucionais dos anos 1990. IPEA-IE/CEPAL, 1999 (Relatório Final de Pesquisa). mimeo
- WILLIAMSON, J. *A economia aberta e a economia mundial*. – Rio de Janeiro: Campus, 1989.