Mercosur: Integración y profundización de los mercados financieros.

9

Mercosur:

Integración y profundización de los mercados financieros

Coordinador **José María Fanelli**

Serie Red Mercosur

1. El boom de inversión extranjera directa en el MERCOSUR
2. Coordinación de políticas macroeconómicas en el MERCOSUR
3. Sobre el beneficio de la integración plena en el MERCOSUR
4. El desafío de integrarse para crecer. Balance y perspectivas del MERCOSUR en su primera década
5. Hacia una política comercial común del MERCOSUR
6. Fundamentos para la cooperación macroeconómica en el MERCOSUR
7. El desarrollo industrial del MERCOSUR ¿qué impacto han tenido las empresas extranjeras?
8. 15 años de MERCOSUR. Comercio, Macroeconomía e Inversiones Extranjeras
9. MERCOSUR: Integración y profundización de los mercados financieros
10. La industria automotriz en el MERCOSUR
11. Crecimiento económico, instituciones, política comercial y defensa de la competencia en el MERCOSUR
12. Asimetrías en el MERCOSUR: ¿impedimento para el crecimiento?

Centros académicos que integran la Red Mercosur

Argentina

- Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES)
- Centro de Investigaciones para la Transformación (CENIT)
- Instituto Torcuato di Tella (ITDT)
- Universidad de San Andrés (UdeSA)

Brasil

- Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP)
- Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ)
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)
- Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (FUNCEX)

Paraguay

- Centro de Análisis y Difusión de Economía Paraguaya (CADEP)
- Facultad de Ciencias Contables, Administrativas y Económicas, Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción (UCNSA)

Uruguay

- Centro de Investigaciones Económicas (CINVE)
- Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República (DE/FCS)

La Red Mercosur es una iniciativa financiada por el Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (IDRC Canadá)

IDRC CRDI
International Development Research Centre
Centre de recherches pour le développement international

Este informe se presenta tal como se recibió por el CIID de parte del o de los becarios del proyecto. No ha sido sometido a revisión por pares ni a otros procesos de evaluación.

Esta obra se usa con el permiso de Red MERCOSUR de Investigaciones Económicas.
© 2008, Red MERCOSUR de Investigaciones Económicas .

MERCOSUR: INTEGRACIÓN Y PROFUNDIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

José María Fanelli
(coordinador)

José María Fanelli
Ramiro Albrieu
Ricardo Beckzuk
Francisco Eduardo Pires de Souza
Fernando José Cardim de Carvalho
Cecília Rutkoski Hoff
Diego Aboal
Bibiana Lanzilotta
Marcelo Perera

red mercosur

Todos los derechos reservados. Prohibida la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier procedimiento (ya sea gráfico, electrónico, óptico, químico, mecánico, fotocopia, etc.) y el almacenamiento o transmisión de sus contenidos en soportes magnéticos, sonoros, visuales o de cualquier tipo sin permiso expreso del editor.

© RED MERCOSUR DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

I.S.B.N. 978-9974-7992-1-9

Primera edición en Uruguay, Mayo 2008

Diseño de cubierta: Rodolfo Fuentes
Producción Gráfica: Adriana Cardoso
info@rodolfofuentes.com

Impreso en Uruguay
por Zonalibro
General Palleja 2478
Tel.: 208 78 19
zonalibro@adinet.com.uy
Montevideo / Uruguay
D.L. 344.963 / 08
Edición amparada en el decreto 218/996
(Comisión del Papel)

ÍNDICE

Presentación 9

Capítulo 1

MERCOSUR: INTEGRACIÓN Y PROFUNDIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS 11

José María Fanelli

1. Introducción 13
2. Integración financiera sur-sur, arquitectura internacional y desarrollo financiero 17
3. Una mirada a las experiencias de cooperación financiera regional 24
4. Los hechos estilizados de la estructura financiera del MERCOSUR 29
5. Conclusiones 33

Capítulo 2

DESARROLLO E INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN ARGENTINA 39

Ramiro Albrieu, Ricardo Beckzuk y José María Fanelli

1. Introducción 41
2. La intermediación financiera y el sistema bancario 43
3. Mercados de valores 69
4. Integración financiera, mercados globales y MERCOSUR 83

5. Fallas en la integración financiera regional 89
6. Reflexiones finales 100

Capítulo 3

SISTEMA FINANCEIRO E INTEGRAÇÃO INTERNACIONAL:
O CASO DO BRASIL 103

Francisco Eduardo Pires de Souza, Fernando José Cardim de Carvalho y Cecília Rutkoski Hoff

1. Introdução 105
2. O sistema financeiro brasileiro 107
3. Grau de integração com os mercados financeiros globais e com o Mercosul 122
4. Evolução da estrutura financeira, mudanças regulatórias e oportunidades de las derivadas 142
5. Breves considerações sobre as perspectivas de integração financeira com o Mercosul 151

Capítulo 4

EL SISTEMA FINANCIERO URUGUAYO Y LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL MERCOSUR 155

Diego Aboal, Bibiana Lanzilotta y Marcelo Perera con la colaboración de Fedora Carvajal y Cecília Velásquez

1. Introducción 157
2. El sistema financiero uruguayo 159
3. El subdesarrollo del mercado de valores 183
4. Uruguay y el mercado internacional de capitales 201
5. El sistema financiero uruguayo y la integración financiera en el Mercosur 206

Capítulo 5

INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL MERCOSUR 213

Diego Aboal, Bibiana Lanzilotta y Marcelo Perera

1. Introducción 215
2. La integración y el desarrollo financiero en el MERCOSUR 217

3. Determinantes de la integración financiera 228
4. Algunas lecciones de la experiencia europea 231
5. Conclusiones 238

Anexo al Capítulo 5
SOBRE LOS DETERMINANTES DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA 241

Referencias bibliográficas 249

PRESENTACIÓN

El logro de un mayor grado de integración financiera y de coordinación en el área monetaria es una materia pendiente del MERCOSUR. En los últimos años, se ha producido una sucesión de hechos positivos en el área macroeconómica y financiera en las dos economías mayores de la región que abrió nuevas posibilidades para la integración de los mercados financieros; posibilidades que no estaban presentes en los años noventa. Este trabajo investiga esas posibilidades.

Más allá de la baja prioridad que tuvieron en la agenda oficial del MERCOSUR, las cuestiones financieras y monetarias estuvieron siempre presentes en el trabajo de investigación de la RED MERCOSUR, desde sus comienzos en 1998. Este hecho refleja la preocupación permanente y más general de la RED MERCOSUR por identificar nuevas oportunidades para el avance del proceso de integración y por contribuir a que el MERCOSUR sea un instrumento efectivo para el desarrollo. En línea con esto, las investigaciones sobre integración financiera que se presentan en este libro ponen especial énfasis en analizar las implicancias de política que se siguen de los estudios.

Entre los hechos macroeconómicos y financieros antes aludidos, los estudios destacan que:

a. El MERCOSUR pasó de ser un tomador neto de fondos prestables del resto del mundo a ser un colocador neto y sus dos socios mayores muestran significativos superávit de cuenta corriente y fiscales primarios en los últimos años.
b. Los Bancos Centrales del MERCOSUR están aumentando de manera sistemática sus niveles de reservas internacionales.
c. Los regímenes cambiarios han mudado sustancialmente en relación a los noventa: se pasó de esquemas de paridad fija a sistemas con mayor flexibilidad.
d. El socio de mayor tamaño muestra tasas de inflación que tienden a converger con las internacionales y sus políticas monetarias y fiscales son acordes con tal hecho.

Pero también se destaca que, no obstante, ello:

a. Los sistemas financieros siguen mostrando niveles de profundidad bajos.
b. No existen o son extremadamente débiles las iniciativas de cooperación financiera y monetaria.

Las investigaciones que se presentan en este libro tratan de mostrar que estas deficiencias pueden constituirse en el futuro en una restricción para el crecimiento del comercio entre los miembros y la estabilidad de la región. Las mismas analizan tanto factores micro como macroeconómicos. Así, se estudian los sistemas financieros; los mercados de capital; la asignación del ahorro y la acumulación de reservas; y la complejidad de manejar *shocks* externos con mercados financieros deficientes. Asimismo, se consideran las experiencias internacionales en materia de manejo conjunto de fondos de reserva, las opciones a nivel regional para establecer bancos de desarrollo, las condiciones para profundizar los mercados regionales de valores privados y bonos para las firmas, el tratamiento del riesgo, y las implicancias para las políticas macroeconómicas.

Finalmente, frente al escaso desarrollo de la integración financiera en el MERCOSUR, se proponen lineamientos para una agenda futura. Sin ignorar los importantes obstáculos de economía política que existen, se plantean iniciativas realistas que podrían contribuir a la integración financiera: creación de un instituto para la cooperación financiera, iniciativas para la armonización normativa orientadas a mejorar prácticas, estándares y códigos en el MERCOSUR y marcos institucionales orientados a mejorar el manejo de reservas y de fondos para el desarrollo.

DARÍO SARÁCHAGA
Coordinador General
Red Mercosur de Investigaciones Económicas

1

MERCOSUR: INTEGRACIÓN Y PROFUNDIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

José María Fanelli (CEDES)

MERCOSUR: INTEGRACIÓN Y PROFUNDIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS [1]

1. INTRODUCCIÓN

Como consecuencia de la sucesión de crisis macroeconómicas y financieras que se produjo en la región entre los años 1999 y 2002 el proceso de integración en el MERCOSUR se debilitó tanto en el plano político como en el comercial. Mientras que las fuertes recesiones inducidas por las crisis disminuyeron el comercio intra-regional, las turbulencias políticas resquebrajaron el espíritu de cooperación, a tal punto que comenzaron a plantearse alternativas de integración menos ambiciosas como la de un tratado de libre comercio. La situación actual, no obstante, es algo más prometedora. El crecimiento promedio del bloque ha aumentado –y con ello el comercio intra-bloque– al tiempo que las condiciones macroeconómicas mejoraron. Estos hechos podrían contribuir, al menos potencialmente, a dar mayor relevancia a los temas regionales en la agenda de políticas públicas. Aunque, por supuesto, si el bloque pretende ser más que una zona de libre comercio, se requiere identificar áreas específicas en las cuales una integración más profunda tendría "ventajas comparativas" en relación con otras opciones. Dado que el área financiera es una candidata natural cuando se piensa en profundización, en este libro se explora si la situación macroeconómica y financiera que ha tendido a consolidarse en los años post-crisis en el MERCOSUR ha abierto oportunidades para avanzar en la integración financiera.

---

1 Esta introducción presenta y discute los principales resultados del proyecto "Economic Growth, Institutions, and Financial Integration Policies in MERCOSUR". Este proyecto fue coordinado por José María Fanelli del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES). Participaron el Centro de Investigaciones Económicas (CINVE) de Uruguay, el CEDES de Argentina y la Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) de Brasil, pertenecientes a la Red MERCOSUR. Estas instituciones agradecen el aporte financiero del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (IDRC) sin cuya desinteresada contribución esto no habría sido posible.

Hay varias razones por las cuales el área financiera podría dar lugar a iniciativas que alimenten la agenda regional. En primer lugar, los mercados financieros son un segmento significativo del sector servicios, que es un sector difícil de tratar dentro de los procesos de integración cuando el compromiso no va más allá de una zona de libre comercio (de Paiva Abreu, 1997, Budnevich, 2004). En segundo lugar, la intermediación financiera es esencial para el funcionamiento de la economía de mercado y el sistema monetario debido a su rol en la generación de liquidez, la asignación intertemporal de recursos, la información y el manejo de los riesgos. Si la integración regional diera lugar a oportunidades para profundizar los mercados financieros que no estuvieran disponibles para cada socio por separado, ello crearía incentivos para priorizar la pertenencia al bloque. Por otra parte, un eventual avance en la integración financiera tendría efectos de retroalimentación ya que facilitaría el proceso de integración profunda en un mercado único.

Estas oportunidades, no obstante, han existido siempre de forma latente sin ser explotadas. ¿Por qué incluir posibles iniciativas de integración financiera dentro de las opciones que podrían enriquecer la agenda de integración en la actualidad? La respuesta es que la etapa post-crisis ha dado lugar a hechos que podrían haber cambiado la viabilidad de ciertas iniciativas. Más específicamente, la región está generando importantes superávit de cuenta corriente, los nuevos regímenes cambiarios son más flexibles y los bancos centrales están acumulando reservas internacionales. Asimismo, Brasil ha tenido éxito en reducir las tasas de inflación hasta niveles cercanos a los internacionales, lo cual es un logro importante desde el punto de vista regional ya que se trata del socio de mayor tamaño. En este nuevo contexto la fragilidad financiera se ha reducido significativamente y se han producido cambios en el balance ahorro-inversión de los agentes agregados que tienen consecuencias sobre la oferta y demanda de activos financieros.

Las cuestiones que motivaron el proyecto de investigación que se presenta en este libro están estrechamente vinculadas con estos hechos y con la observación de que una restricción estructural que enfrentan todos los miembros del bloque es la falta de profundidad de sus mercados financieros. Más específicamente, hay dos preguntas que son centrales: ¿podría la nueva situación facilitar el avance en la construcción de mercados financieros a nivel regional? ¿Se crearon y/o fortalecieron oportunidades para profundizar los mercados financieros que sólo pueden explotarse de manera efectiva operando en el nivel regional? Se puede argumentar que si la contestación a estas preguntas es afirmativa, los incentivos para la integración financiera deberían ser importantes. Siendo los niveles de profundización financiera

bajos, si la integración financiera regional fuera capaz de coadyuvar al desarrollo de los mercados financieros, ello haría una contribución marginalmente más importante al crecimiento, la eficiencia y la estabilidad en el caso del MERCOSUR que en el caso de la integración financiera en regiones más desarrolladas como es el caso de la UE. Claro que, en un contexto institucional y económico como el del MERCOSUR, los obstáculos a vencer son, *a priori*, también más fuertes y, seguramente, de magnitud comparable a los beneficios que podrían lograrse.

En función del bajo grado de profundización y de otros rasgos propios de los países emergentes como la alta volatilidad macro y la debilidad institucional, el trabajo de investigación que se presenta en este libro parte de la siguiente hipótesis: el problema de la integración financiera en un contexto sur-sur plantea cuestiones que deben estudiarse desde una perspectiva algo diferente que en el caso de una integración norte-norte o norte-sur; y esto es así tanto en lo que hace al análisis de los costos como de los beneficios. De esta manera, si bien las herramientas analíticas que se utilizan son las habituales en la literatura sobre integración financiera regional, se ha hecho un esfuerzo por integrar y analizar las implicancias de algunos factores que son específicos del contexto financiero de menor desarrollo que presenta el MERCOSUR. De ahí la importancia que se le ha dado a la metodología de estudios de caso como base del análisis.

Además de este capítulo introductorio, el libro tiene cuatro capítulos más. Tres de esos capítulos están dedicados a presentar, respectivamente, los casos de Argentina, Brasil y Uruguay[2]. Los tres estudios tienen una estructura similar, a los efectos de facilitar las reflexiones comparativas sobre las oportunidades de integración. En primer lugar se estudia el sistema financiero, en segundo lugar los mercados de valores (bonos y acciones), en tercer lugar las características de la inserción en los mercados internacionales y, por último, el estado de situación en cuanto a los flujos financieros entre el país bajo análisis y el MERCOSUR. En todos los casos, la selección de temas a examinar se realizó en función de su relevancia para la cuestión de la integración financiera regional. En relación con esto, cabe destacar que no se dejan de lado ni la dimensión institucional y de políticas ni la dimensión monetaria y macroeconómica. En el último capítulo se discute el problema de la integración regional con una perspectiva más general; se realizan estimaciones econométricas relativas a los determinantes de la integración financiera y se discute brevemente la experiencia europea.

2 Por razones de presupuesto no se realizó un estudio equivalente sobre el caso paraguayo.

En cuanto a esta introducción, consta de cuatro secciones y su objetivo es brindar una visión global del problema de la integración financiera en el MERCOSUR utilizando los resultados de nuestra investigación. En la sección uno se discute el problema de la integración financiera desde una perspectiva sur-sur. En la sección dos se discuten desarrollos recientes en la cooperación financiera entre regiones a nivel internacional y se evalúa al MERCOSUR a la luz de esas experiencias. En la sección tres se exponen los hechos estilizados sobre la estructura financiera regional identificados en los estudios de caso que son de relevancia para el diseño de estrategias de integración financiera. En la sección final se recogen las conclusiones y se discuten implicaciones para la agenda de integración.

2. INTEGRACIÓN FINANCIERA SUR-SUR, ARQUITECTURA INTERNACIONAL Y DESARROLLO FINANCIERO

Para examinar el problema de la integración financiera en el MERCOSUR es necesario tomar en cuenta que los países financieramente desarrollados y los países "emergentes" muestran características diferenciales. Esto hace que la problemática relacionada con la integración financiera sur-sur muestre características distintas en relación a la integración financiera norte-norte y norte-sur. En relación con esto, hay cuatro características típicas de los países emergentes que es necesario tener en cuenta:

1. La aceleración del crecimiento es una meta central en la agenda. Para alcanzar el PBI *per cápita* de los países desarrollados, es necesario crecer más rápido que éstos;
2. Los mercados financieros son incompletos y las estructuras de *governance* de las corporaciones e intermediarios financieros son deficientes;
3. Las instituciones son débiles y ello repercute en la calidad de las regulaciones y la supervisión;
4. La integración con los mercados internacionales de capital es avanzada pero deficiente; mientras los flujos de capital son significativos, el proceso de apertura y desregulación ha estado asociado con alta volatilidad y crisis.

Los estudios de caso muestran que estas características son compartidas –aunque en diferente grado, ver sección III– por los miembros del MERCOSUR. En lo que sigue discutimos por qué estas características deben ser tenidas en cuenta a la hora de identificar oportunidades y estrategias para la integración financiera.

La evidencia empírica indica que –controlando apropiadamente por los efectos espurios que pueden inducir las relaciones de causalidad mutua entre crecimiento y desarrollo financiero– un mayor desarrollo financiero tiene efectos positivos sobre el crecimiento del ingreso *per cápita* (Levine, 2007). Como los países con menor profundidad tienen más camino por recorrer en su evolución financiera, se sigue que los potenciales dividendos de crecimiento que el desarrollo financiero podría generar son más altos en países emergentes como los del MERCOSUR.

Hay una razón adicional, aunque indirecta, por la cual el desarrollo financiero podría mejorar el crecimiento en el caso del MERCOSUR. Un número importante de autores que investigan los determinantes del crecimiento han encontrado que la volatilidad excesiva afecta negativamente a este último (Ramey y Ramey, 1995, Easterly et al., 2000, Aizenman y Pinto, 2005) mientras que los estudios macroeconómicos indican que la falta de profundidad financiera pone límites estrictos a los grados de libertad para realizar políticas monetarias anticíclicas (Taylor, 2005; Blanchard, 2004). Esto no es trivial y puede tener efectos de largo plazo; muchos investigadores sostienen la hipótesis de que la menor amplitud y duración de los ciclos en los países desarrollados en la actualidad se deben a las mejoras en las políticas monetarias en un marco de mercados financieros más profundos (Blanchard y Simon, 2001; Stock y Watson, 2003). Asimismo, los trabajos sobre crisis financieras y cambiarias han revelado que un mayor nivel de profundización reduce la probabilidad de ocurrencia de éstas al aumentar la calidad y diversidad de instrumentos para el manejo de riesgos (Fanelli, en prensa). De esta forma, una mayor sofisticación financiera se traduciría, vía reducciones en la volatilidad y la probabilidad de ocurrencia de crisis, en mayor crecimiento.

Una tercera faceta positiva de la integración financiera es que ella coadyuvaría en el reforzamiento del proceso de integración tanto en el plano comercial como de la integración profunda y la coordinación macroeconómica. Aún cuando la experiencia europea sugiere que la integración de los mercados financieros tiende a ocurrir en un momento tardío de la integración, hay otros instrumentos de cooperación financiera como los fondos de reserva regionales que pueden implementarse de manera temprana y ayudan a generar mayor espacio para políticas anticíclicas.

En suma, si la integración financiera dentro del MERCOSUR ayudara a profundizar los sistemas financieros, los dividendos se cobrarían en términos dinámicos y no sólo en términos de una ganancia estática, de una sola vez. Este es un punto significativo dada la importancia que tiene acelerar el crecimiento como objetivo de política en los países emergentes.

Si bien la evidencia sobre la relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento es abundante, la literatura es menos concluyente en cuanto a los factores que determinan el desarrollo financiero. Esto, obviamente, es una limitación importante ya que de poco sirve saber que hay una relación positiva entre crecimiento y profundidad financiera si no es posible especificar con relativa precisión de qué depende el desarrollo financiero. En su *survey* sobre crecimiento y finanzas, Levine (2007) afirma que el crecimiento y los aspectos institucionales y contextuales (historia, política, geografía) se deben incluir entre los factores que influyen sobre el desarrollo financiero, pero que se necesita mayor precisión sobre la definición de las variables y la forma en que

operan sobre la evolución financiera. Por otra parte, este autor deja explícitamente de lado en su *survey* el análisis del rol que tiene la integración internacional en el mejoramiento de la intermediación financiera. Esto no sorprende ya que la literatura de crecimiento tendió a desarrollarse de forma independiente de la literatura sobre flujos de capital. Más allá de esto, la literatura que trata este último tema le asigna un rol ambivalente a la integración unilateral en los mercados financieros globales: se acepta generalmente que un mayor grado de apertura puede incentivar el desarrollo financiero pero, al mismo tiempo, se alerta respecto de los mayores riesgos que implica la presencia de volatilidad, frenazos (*sudden stops)* y contagio, fenómenos que pueden retrasar el desarrollo de los mercados financieros, especialmente cuando generan crisis gemelas (Kaminsky y Reinhart, 1999, Kose et al. 2003 Fanelli, en prensa).

En realidad, la tradición de tratar separadamente los problemas de crecimiento y macro-financieros asociados a los flujos de capital constituye un problema a la hora de utilizar resultados académicos con fines prácticos: es difícil apreciar bajo qué condiciones los hallazgos de investigaciones realizadas de manera paralela y con metodologías distintas son consistentes. En este sentido, hay dos cuestiones prácticas que son de relevancia para nuestro tema que no tienen respuesta satisfactoria. La primera es: ¿ante la presencia de fallas en los mercados internacionales, qué rasgos debe reunir la estructura financiera (agentes y reglas de juego) para ser funcional al objetivo de propiciar una profundización creciente? La segunda es: ¿cómo construir y consolidar las instituciones que esa estructura de intermediación necesita en un contexto volátil y con fallas en la arquitectura financiera internacional?

En relación con la primera pregunta, la cuestión de las características estructurales se discutió tradicionalmente en términos de sistemas basados en bancos vs. sistemas basados en mercados. Sin embargo, esta visión dicotómica está actualmente siendo reemplazada por un enfoque "funcional" que afirma que, si bien las funciones financieras a cumplir son exógenas, las características institucionales y las estructuras de *governance* que cada economía utiliza para cumplir esas funciones son determinadas de manera endógena dentro de un proceso donde las estructuras heredadas tienen un rol saliente (Merton y Bodie, 2004). Dentro de esta visión, bancos y mercados son en realidad complementarios más que sustitutos y se retroalimentan. No obstante, es poco lo que se sabe sobre el proceso que determina endógenamente las estructuras financieras. En particular, no es claro cómo deberían ser las estructuras en las diferentes etapas evolutivas, bajo diferentes grados de apertura y configuraciones de la arquitectura financiera internacional.

Obviamente, si no existe un modelo teórico estructural que exprese cuánto de mercado, cuánto de bancos y cuánta apertura debería observarse en cada etapa, el diseño de políticas de desarrollo financiero se dificulta. Esto no im-

plica, por supuesto, desconocer los avances en lo que hace a estándares y códigos para el buen funcionamiento del sistema financiero (marco regulatorio, supervisión, y procedimientos contables). En realidad, en este aspecto se ha llegado a un nivel tal de codificación que se puede acceder a los estándares en el Website del FSF (Financial Stability Forum) y otras instituciones como IOSCO (Internacional Organization of Securities Commisions), y el BIS (Bank of internacional Settlements). Pero estas recomendaciones sufren de una carencia básica: son a-contextuales. Todo lo que puede observarse es que los sistemas más profundos tienen reglas que se acercan en gran medida a las recomendadas y los poco profundos no. Pero mucho menos es lo que se sabe sobre el proceso de *implementación* de esas reglas y sus *resultados* en contextos poco profundos. En cuanto a la implementación, no está claro qué rol les corresponde a las autoridades domésticas y a los organismos de la arquitectura financiera internacional en un mundo con frenazos y contagio. En cuanto a los resultados, no se sabe qué modificaciones deben hacerse para facilitar la *transición* desde un sistema subdesarrollado a otro desarrollado. Estas flaquezas no son sorprendentes. Si, como lo afirma la visión funcionalista, las reglas del juego que gobiernan las transacciones financieras son en parte endógenas y determinadas por factores evolutivos, sería extraño que las normas para el buen manejo financiero pudieran implementarse independientemente del contexto político, las tradiciones legales, las instituciones informales y el grado de apertura existentes en un país en una situación determinada (ver Rojas Suarez, 2007).

Estas no son cuestiones menores en relación a la segunda pregunta planteada, referida al proceso de construcción de reglas. Las fallas en las primeras experiencias de liberalización estuvieron relacionadas con los problemas de secuencia de las reformas y, de hecho, muchos estudios han aportado evidencia muy convincente respecto de que las crisis que se produjeron durante el período de apertura y liberalización se debieron, en parte, a las dificultades inesperadas que surgieron en el proceso de construcción institucional e implementación (Rojas Suarez, 2007). Asimismo, los organismos especializados de la arquitectura financiera internacional tampoco mostraron gran efectividad para ayudar a los países que experimentaban dificultades en el proceso de apertura financiera unilateral (Ocampo, 2006). Las preocupaciones de los países emergentes en relación con esto están bien reflejadas en el Consenso de Monterrey de 2002, que se focalizó en cuestiones de cooperación financiera tanto multilateral como regional y fue elaborado en el marco de la Conferencia Internacional para el Desarrollo realizada en Monterrey, México, a la cual asistieron más de 50 jefes de estado, junto con representantes de 200 naciones y de las organizaciones financieras internacionales. Además de identificar las fallas en los mercados financieros globales y en la arquitectura financiera internacional que afectan a los países en desarrollo, en su punto

57 el Consenso afirma que "Es indispensable asegurar la participación eficaz y equitativa de los países en desarrollo en la formulación de normas y códigos financieros. También es indispensable asegurar el cumplimiento de esas normas y códigos de manera progresiva y voluntaria a fin de reducir la vulnerabilidad de los países a las crisis financieras y al efecto de contagio" (Naciones Unidas, 2002, p.8).

Una lección que se sigue de estas carencias de la literatura y de los estándares y códigos recomendados es que, para avanzar en la construcción institucional de forma de garantizar que gradualmente el sistema financiero vaya cumpliendo sus funciones, no es posible prescindir de las lecciones prácticas aportadas por las experiencias concretas u omitir las carencias que presenta la arquitectura financiera internacional.

Justamente, las lecciones prácticas de los ochenta y los noventa llevaron a numerosos autores y hacedores de política a proponer el ámbito regional como una plataforma para la ingeniería institucional financiera. Así, el Consenso de Monterrey reclama en su punto 64, que: "Se promueva el papel de las comisiones regionales y los bancos regionales de desarrollo en apoyo del diálogo sobre cuestiones macroeconómicas, financieras, comerciales y de desarrollo entre los países a nivel regional." (Naciones Unidas, 2002, ps. 12-13).

El trabajo en el nivel regional estaría orientado, así, a recoger los beneficios de la apertura y el desarrollo financiero pero dentro de un marco institucional más resistente al contagio y la volatilidad (Ocampo, 2006). Este énfasis es novedoso. Los argumentos utilizados para fundamentar las políticas de integración financiera regional en la experiencia líder de la UE, enfatizaban el rol del desarrollo financiero como forma de fortalecer la integración profunda. Los argumentos que fundan las políticas de la UE miran sobre todo "fronteras adentro" del mercado común y no se relacionan de manera directa con las fallas en los mercados o la arquitectura financiera internacional. Los argumentos más recientes para hacer ingeniería financiera regional en los países emergentes, en cambio, miran "fronteras afuera" de los bloques. El argumento central es que las fallas en los mercados y la arquitectura internacionales ponen restricciones importantes sobre el desarrollo financiero de los países al exponerlos en exceso a la volatilidad y fenómenos como el contagio. La propuesta de Chiang Mai, por ejemplo, se ubica dentro de esta perspectiva. También es el caso de las propuestas para desarrollar fondos de reserva regionales en la línea del FLAR (Park et al., en prensa, Agosin, 2000; Machinea y Titelman, 2006; Titelman, 2006; Ocampo, 2006).

Estas propuestas estuvieron en buena medida relacionadas con las crisis financieras que se sucedieron luego de la turbulencia asiática de 1997 y, por ende, resulta natural que el énfasis esté colocado en la búsqueda de mecanismos regionales para complementar las estructuras de la arquitectura financiera internacio-

nal de forma de reducir tanto la volatilidad macroeconómica como la probabilidad de ocurrencia de crisis.

Un supuesto implícito en las propuestas para constituir mecanismos regionales que mejoren las relaciones fronteras afuera –con las instituciones de la arquitectura financiera y los mercados internacionales– es que si es posible manejar las consecuencias de la volatilidad "importada" y evitar crisis, ello redundará en mayor desarrollo financiero. Esto parece innegable a la luz de la evidencia empírica. Sin embargo, es concebible que, digamos, un fondo de reservas tenga éxito en el plano de la estabilización macroeconómica sin por ello contribuir de manera directa a que la intermediación financiera supere obstáculos como la falta de escala y diversificación o la segmentación, que están en la base de la incompletitud de los mercados financieros. Esto es particularmente importante a la hora de diseñar estrategias para la cooperación financiera sur-sur. En el MERCOSUR, la baja profundidad de los mercados requiere de estrategias de cooperación que operen simultáneamente tanto fronteras adentro como fronteras afuera del bloque. Esto plantea problemas complejos de ingeniería institucional ya que es indispensable articular las reformas en la arquitectura financiera doméstica y regional con las condiciones que imponen las instituciones de la arquitectura financiera internacional y las fallas en los mercados de crédito globales. Sin embargo, esta estrategia parece la única compatible con la necesidad de constituir un marco de políticas y reglas de juego adaptados a economías con poca profundidad financiera y que experimentan alta volatilidad agregada (ver Fanelli, en prensa).

En lo que hace a la estrategia de trabajo fronteras afuera en el caso del MERCOSUR, el elemento más importante en la situación actual del bloque tiene que ver con la implementación de instrumentos para el manejo de riesgos asociados a *shocks* externos, como el *risk-pooling,* la emisión por los Bancos Centrales de bonos para cubrir contingencias contra las cuales es actualmente difícil asegurarse y la optimización del uso de reservas internacionales.

En lo que hace al trabajo fronteras adentro –orientado a incentivar los flujos financieros *dentro* del MERCOSUR– es importante distinguir entre iniciativas que buscan principalmente *paliar* fallas de mercado e iniciativas orientadas a *eliminarlas*. Dentro de las primeras se incluyen los fondos regionales y los bancos regionales cuyo propósito es financiar proyectos con alto rendimiento pero que no encuentran financiamiento apropiado. Dentro de las segundas cabe agrupar todas aquéllas medidas que buscan completar los mercados, sea creando los que no existen, sea fortaleciendo los que ya están constituidos por la vía de aumentar su escala y liquidez y de reducir los costos de operación. En lo que hace a los incentivos para la creación de mercados, los efectos esperados más importantes en el plano regional se asocian con la escala. El desarrollo de mercados a nivel regional puede hacer rentable incurrir en

los costos fijos de instalar un mercado no existente o de establecer un intermediario cuyos costos pueden distribuirse entre una cantidad superior de operaciones. De igual manera, si la integración más profunda diera lugar a la creación de firmas de mayor escala, ello podría ayudar al desarrollo de los mercados de bonos corporativos; según la evidencia empírica, hay una correlación positiva entre el tamaño de la firma y la emisión de bonos de ese tipo (Borensztein y Eichengreen, 2006). Un aumento de la escala y la diversidad de sectores y agentes también sería beneficioso en lo relativo al manejo de riesgos, al aumentar las posibilidades de diversificación y las oportunidades para reasignar los efectos de las contingencias. En esta dimensión se incluyen no sólo las iniciativas de armonización de las regulaciones financieras entre países y la facilitación del acceso a mercados sino también las iniciativas de armonización macroeconómica cuyo objetivo principal es reducir riesgos como el cambiario o la volatilidad en el valor de las garantías, que actúan como freno al incremento de las operaciones intra-bloque. En este punto, las estrategias de cooperación financiera están muy conectadas con la cuestión de la convergencia en las variables macroeconómicas y, más ambiciosamente, la cuestión de la coordinación de políticas y regímenes macroeconómicos.

Para evaluar la factibilidad y "realismo" de cualquier estrategia de cooperación financiera regional dentro del escenario global actual, no obstante, es necesario tener en cuenta, por un lado, las lecciones de la experiencia internacional y, por otro, las restricciones que impone el estado actual de las estructuras financieras nacionales en el MERCOSUR. Dedicamos las dos secciones que siguen a estas cuestiones.

3. UNA MIRADA A LAS EXPERIENCIAS DE COOPERACIÓN FINANCIERA REGIONAL

La preocupación que generó la sucesión de crisis en los países emergentes después de las turbulencias asiáticas de 1997 impulsó los esfuerzos de cooperación regional en el plano financiero. Más recientemente, el interés por la cooperación financiera volvió a reforzarse por razones algo diferentes: la acumulación sistemática de reservas en el mundo emergente que motivó inquietudes respecto de si tal acumulación era eficiente. En lo que sigue pasamos revista de un conjunto de iniciativas e instituciones que son actualmente de importancia y son de utilidad para iluminar oportunidades y restricciones para la integración financiera en el MERCOSUR[3].

Los acuerdos de cooperación regional que nos interesan incluyen iniciativas que orientan su trabajo tanto fronteras adentro como fronteras afuera de los bloques correspondientes. Entre sus objetivos predominan dos: optimizar el manejo de la liquidez externa –a lo que se asocia naturalmente la cuestión de la coordinación macroeconómica– y mejorar las condiciones de acceso al financiamiento para el desarrollo. Por otra parte, estas iniciativas utilizan arreglos institucionales que actúan sobre las consecuencias de las fallas de mercado y, también, arreglos cuyo principal fin es crear mercados y mejorar la estructura financiera (infraestructura y governance)[4]. Estos acuerdos abarcan relaciones norte-norte, norte-sur y sur-sur.

En lo referido al manejo de la liquidez externa, las experiencias de mayor relevancia para el MERCOSUR son los fondos de reserva y las redes de acuerdos para el uso de *swaps* en situaciones de iliquidez. Entre los acuerdos que incluyen países desarrollados y en desarrollo el más significativo es la iniciativa de Chiang Mai mientras que entre los acuerdos sur-sur el FLAR es la experiencia más interesante.

Recurriendo a una institucionalidad menos definida que la del MERCOSUR, los países asiáticos implementaron una serie de iniciativas en el campo de

---

3 Para un análisis exhaustivo de la evolución reciente de la cooperación financiera regional ver Ocampo (2006). Para América Latina en particular ver Titelman (2006) y Machinea y Titelman (2006); para el Asia ver Park et al. (en prensa).

4 Nótese que en la actualidad, la noción de que el desarrollo de los mercados financieros es intensivo en ingeniería institucional es generalmente aceptada. Esto es un cambio copernicano respecto de la idea simple de las primeras versiones de las políticas de liberalización financiera y del Consenso de Washington según las cuales la desregulación de los mercados domésticos y de la cuenta capital llevaría naturalmente al desarrollo financiero, aún cuando los mercados financieros mundiales mostraran fallas en su funcionamiento. Véase Rius (en Prensa) sobre las complicaciones de economía política asociadas a esto.

la cooperación financiera. El eje institucional de estos esfuerzos fueron los países de la ASEAN (Asociación de Naciones del Asia Sudoriental). En 1999, estos países crearon el Asian Surveillance Process (ASP). Este fue un paso orientado sobre todo a intercambiar información y realizar revisiones de pares en el marco de la preparación de reportes semestrales para reuniones de ministros de finanzas. Una profundización importante del proceso estuvo dada, en 2000, por la instrumentación de la Iniciativa Chiang Mai, que se dio en el marco del ASEAN+3 (o sea, ASEAN más China, Japón y Corea). El objetivo fue proveer liquidez a países con desequilibrios de corto plazo en la balanza de pagos. También se creó una red de arreglos de *swap* bilaterales, y recientemente, esos arreglos devinieron multilaterales, en un paso adicional hacia un posible mayor grado de pooling de reservas (Park, 2006).

La iniciativa de Chiang Mai se orienta fronteras afuera en la medida que intenta complementar una arquitectura financiera internacional que demostró estar sólo mediocremente preparada para lidiar con la volatilidad, los frenazos y el contagio. Si bien en un principio se había planteado la creación de un fondo asiático como una iniciativa separada del FMI, la presión de los organismos hizo que las condiciones de acceso a las facilidades crediticias de Chiang Mai fueran articuladas con la del FMI (Eichengreen, 2001).

El FLAR forma parte del Sistema Andino de Integración y sus objetivos son: dar apoyo financiero para desequilibrios de balanza de pagos de los países miembros, sea otorgando créditos o garantizando préstamos de terceros; contribuir a armonizar las políticas cambiarias, monetarias y financieras; y mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales efectuadas por los países miembros. Si bien estos objetivos se solapan en parte con los del FMI, el grado de condicionalidad es menos exigente, lo que hace los préstamos más rápidos y flexibles. El FLAR tiene una excelente historia crediticia ya que no sólo ha otorgado a algunos de sus miembros como Bolivia y Ecuador fondos que son comparables a los aportados por el FMI bajo circunstancias de falta de liquidez sino que no registra problemas de pago y pudo hacer valer su condición de acreedor privilegiado. Esto le valió contar con una alta calificación crediticia, superior a la de los países que lo conforman. Una característica muy interesante desde el punto de vista del MERCOSUR es que está conformado por países en desarrollo, el fondo es pequeño, la condicionalidad es blanda y, aún así, ha cumplido con sus objetivos. En realidad, existen cálculos (Agosin, 2000) de que el pooling de proporciones relativamente bajas de las reservas de cada país puede tener impacto como instrumento de estabilización, sobre todo si estos fondos son articulados con las acciones del resto de las instituciones multilaterales.

A pesar de que estos acuerdos se orientan a paliar los efectos de la volatilidad financiera sobre la macroeconomía, no se observan experiencias de inte-

rés en la coordinación macroeconómica en regiones que involucren relaciones sur-sur o sur-norte. El notable ejemplo de la unión monetaria europea sólo abarca países desarrollados. En este sentido, será interesante observar los resultados de los esfuerzos actuales por incluir países de menor desarrollo relativo. Más allá de esto, la evidencia indica claramente que es difícil coordinar políticas en el eje norte-sur y sur-sur y que los países emergentes siguen privilegiando de manera abrumadora el manejo unilateral de la macroeconomía. Luego de la crisis asiática, un número creciente de países ha optado por flexibilidad cambiaria con intervención, lo que se tradujo en una acumulación de reservas significativa. Asimismo, las economías que aún mantienen tipos de cambio sin flotación como China u Hong Kong, también han estado acumulando reservas.

Es justamente la enorme acumulación actual de reservas uno de los factores que ha reavivado el interés por una cooperación financiera más profunda. Hay indicios claros de que la acumulación de reservas está yendo bastante más allá de lo que justifica un nivel razonable de autoseguro y ello podría ser, en parte, una consecuencia del subdesarrollo financiero. En el caso de China, por ejemplo, la excesiva acumulación de reservas podría estar reflejando, en cierta medida, el desbalance entre una estructura financiera de mala calidad y una gran capacidad competitiva (Wu, 2007). Una forma de paliar los efectos indeseados de la falta de desarrollo financiero podría ser la de canalizar fondos a través de bancos de desarrollo regionales. El mundo árabe e islámico es un ejemplo en este sentido. Los países petroleros han utilizado este mecanismo para proveer financiamiento a países más pobres de la región. Los países asiáticos no han avanzado en este aspecto pero sí hay ejemplos de entidades exitosas en el ámbito latinoamericano; entidades que en realidad fueron creadas a partir de los años sesenta para apoyar el proceso de integración regional.

Las experiencias de cooperación financiera para el desarrollo de América Latina son muy relevantes desde el punto de vista del MERCOSUR (incluso, algunos de los miembros tienen cierta participación en las instituciones que interesan). Un grupo de bancos de desarrollo regional ha estado muy activo desde los años noventa y ha logrado poner a disposición de sus socios fondos comparables a los movilizados por entidades como el Banco Mundial. Dentro de ese grupo cabe mencionar, en primer lugar, a la Corporación Andina de Fomento (CAF) que es la institución más exitosa y tiene la peculiaridad de que, si bien participan países extra-region, es un emprendimiento claramente categorizable como sur-sur. Otros emprendimientos son el Banco Centroamericano de Integración (BCIE) que también aumentó sus préstamos pero con altibajos y el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC). Una característica saliente de estas instituciones es que ellas tienen una calificación crediticia superior a las de sus países miembros. La calificación de Moodys's es Aa2 para CAF, Aaa para BCIE y Baa1 para BDC (Titelman, 2006).

Si bien hay propuestas en consideración, ni la CAF ni el FLAR han realizado tareas importantes en lo que hace al trabajo fronteras adentro centrado en la creación de mercados. Su actividad se ha dirigido, sobre todo, a generar capacidad prestable para paliar las fallas de mercado existentes. En Asia, en cambio, se han puesto en práctica recientemente una serie de propuestas específicamente destinadas a crear mercados, focalizadas en los mercados de bonos tanto nacionales como regionales. El objetivo central es evitar la dependencia de bonos de corto plazo y en dólares, lo cual se espera que contribuirá a prevenir crisis al evitar los descalces de plazo y moneda (Park, 2006) Las medidas incluyen la creación de infraestructura institucional (solución de controversias, agencias de calificación, información, armonización regulatoria y tributaria) y del Asian Bond Fund en dos tramos ABF1 (año 2003) y ABF2 (año 2004). El primer tramo cubre bonos denominados en dólares y el segundo fondo, más interesante, se creó para invertir en bonos denominados en monedas de economías de la región. Así, los bancos centrales dedicaron una fracción de las reservas de los países para comprar títulos de gobierno y paraestatales, tanto en moneda extranjera como local con el objeto de ampliar la escala de los mercados, aumentar su liquidez y crear índices regionales del mercado de bonos.

Por supuesto, el intento más ambicioso de integración financiera regional fronteras adentro fue puesto en práctica por la Unión Europea, en un contexto en que ésta era percibida como central para la consolidación de la unión monetaria y del mercado único de bienes y servicios. De acuerdo con las autoridades de la UE, la integración profunda sólo puede lograrse si las barreras a las actividades financieras a través de las fronteras son abolidas de manera efectiva. Según el Presidente del Banco Central Europeo (Trichet, 2003) un mercado de capitales eficiente e integrado asegura que la política monetaria sea implementada consistente y efectivamente, promueve el funcionamiento fluido del sistema de pagos y contribuye a mantener la estabilidad financiera, minimiza los costos de transacción y mejora la asignación del ahorro a los proyectos de inversión más rentables. El informe Sapir (Sapir et al., 2003) también subraya la importancia de los mercados de capital para promover el crecimiento e impulsar la innovación. En línea con esta visión, la Comisión Europea lanzó el Plan de Acción Financiera en 1999, que contenía 42 medidas orientadas a integrar financieramente las economías europeas[5]. Por supuesto que este ambicioso Plan tenía como sustento el Eurosistema, el arreglo entre los Bancos Centrales Europeos y los Bancos Centrales Nacionales de los estados miem-

5 Había habido pasos previos; en 1985 se habían adoptado dentro del Programa de Mercado Único principios de armonización mínima, licencia única y reconocimiento mutuo. En virtud de la licencia única y del reconocimiento mutuo, toda sociedad financiera que obtuviese su licencia en cualquiera de los estados miembros podía operar libremente en todos los demás y estaba sujeta únicamente a la supervisión del estado que le hubiera concedido la licencia.

bros, que se encarga de los aspectos monetarios y es responsable de la definición e implementación de la política monetaria única en el área del euro (v. Deutsche Bundesbank, 2004). Si bien el Plan de Acción fue implementado y los mercados europeos están hoy mucho más integrados, sus efectos no se han sentido de manera pareja en todos los segmentos. El Plan funcionó como un potente catalizador para los servicios de banca mayorista y los mercados monetarios de la zona del euro pero el sector de la banca minorista está mucho menos integrado, la proximidad con el cliente sigue siendo un factor esencial. Asimismo, los servicios de pagos al por menor y los servicios de inversión y de seguros se encuentran también bastante fragmentados (González Paramo, 2005).

En síntesis, los acuerdos de cooperación financiera regional que muestran mayor actividad en la actualidad incluyen tanto relaciones sur-sur como sur-norte y norte-norte y se orientan tanto a paliar las fallas en los mercados financieros como a construir estructuras de mercado más completas y eficientes. Desde la perspectiva de estas experiencias, el MERCOSUR aparece muy atrasado en lo que hace a la integración financiera incluso si se lo compara sólo con aquellas iniciativas que involucran países más afines como los latinoamericanos o los asiáticos de la ASEAN. La experiencia europea claramente no puede ser el espejo donde mirarse para el MERCOSUR por una razón simple: el nivel de desarrollo financiero y la capacidad de construcción institucional está más allá del horizonte visible dentro del MERCOSUR. A lo sumo pueden ser interesantes las medidas que se implementaron al comienzo del proceso en Europa como los principios de armonización mínima. Pero más allá de los detalles, lo cierto es que en el MERCOSUR no existen iniciativas ni orientadas fronteras adentro ni orientadas fronteras afuera. ¿Implica esta ausencia de iniciativas en el MERCOSUR que no existen oportunidades a explotar? Antes de contestar esta pregunta, vale la pena pasar revista de los resultados de los estudios de caso en lo relativo a las características de las estructuras financieras del MERCOSUR.

4. LOS HECHOS ESTILIZADOS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DEL MERCOSUR

A partir de las investigaciones llevadas a cabo por los estudios de caso se puede identificar un conjunto de hechos estilizados que son útiles para evaluar el estado actual de la integración financiera en el MERCOSUR y para detectar posibles oportunidades de cooperación en el plano financiero. A continuación pasamos revista de esos hechos.

El primer hecho a resaltar es que los estudios aportan evidencia muy clara que confirma que los sistemas financieros del MERCOSUR no sólo son poco profundos sino que tienen un nivel de desarrollo menor que el que cabría esperar en función del PBI per cápita de la región. Pero más allá de lo que muestran indicadores cuantitativos como M2/PBI o crédito privado/PBI, hay características cualitativas que señalan claramente la falta de profundidad. Entre las debilidades más importantes se encuentra la incapacidad para generar crédito a largo plazo. Los papeles negociados son en su mayoría de corto plazo y los de plazo mayor tienden a ser a tasas variables, indexados o dolarizados. Brasil es el país que muestra el menor grado de dolarización. Los instrumentos financieros domésticos también se han des-dolarizado en la Argentina con posterioridad a la "pesificación" inducida por el gobierno durante la crisis. Los inversores argentinos, no obstante, mantienen una enorme cantidad de activos dolarizados fuera del sistema financiero doméstico. Los mercados, además, están muy segmentados. Sólo las grandes empresas tienen acceso a los mercados de bonos corporativos o a los mercados externos, al tiempo que las pequeñas firmas y las familias enfrentan un nivel significativo de racionamiento. En algunos casos, el estado cuenta con políticas para paliar estas fallas de mercado. Es el caso del crédito hipotecario en Uruguay y del BNDES en Brasil.

Un segundo hecho que los estudios señalan unánimemente es que los sistemas financieros del MERCOSUR están basados en bancos más que en mercados. Sin embargo, tanto en Brasil como en Argentina, el desarrollo de los mercados de acciones y bonos no es relativamente tan malo. En este sentido, Borensztein y Eichengreen (2006) llaman la atención sobre el hecho de que la relación entre capitalización de los mercados de bonos y M2 no es tan baja como cabría esperar, lo que estaría indicando que el problema no es el subdesarrollo de un segmento específico de la estructura financiera sino la falta de evolución de la estructura de intermediación como un todo. Esto confirmaría la hipótesis funcionalista que afirma que los mercados de valores y los bancos tienden a ser complementarios más que sustitutos.

Un segmento que sí se marca como particularmente débil en los estudio es el correspondiente a los mercados de bonos privados o corporativos. Esto es verdad para los tres países, aunque en el caso de Brasil se han observado desarrollos interesantes de titulización de instrumentos como facturas a pagar mientras en la Argentina se observa un desarrollo incipiente de los fideicomisos asociados a actividades específicas. Los mercados de bonos públicos, por el contrario están bastante más desarrollados y este hecho puede ayudar a cimentar los mercados en la medida que aumenta la liquidez y establece un *benchmark* de referencia para el resto de los mercados en lo que hace a los rendimientos. Obviamente, una excesiva expansión podría generar un fenómeno de desplazamiento del sector privado si la oferta de bonos públicos no estuviera en relación con la capacidad de ahorro de la economía. Adicionalmente, el trabajo de Argentina llama la atención sobre la absorción creciente de fondos por parte del banco central como contrapartida de la esterilización asociada a la acumulación de reservas.

El país que tiene el menor grado de profundidad en su sistema bancario es la Argentina; la crisis de 2001-2 tiene mucho que ver con este hecho y, en la medida que el país va dejando atrás esa crisis, el sistema bancario va regenerando su capacidad de generación de crédito. Uruguay muestra mayor profundidad, pero la crisis de principios de la década ha comprometido su futuro, particularmente en lo que hace al segmento *off shore*. En Brasil el mayor nivel de profundidad no se ha revertido en la generación de una oferta de crédito suficiente para el sector privado. Una deuda pública de gran tamaño absorbe buena parte de la oferta de crédito dejando poco margen para llenar las necesidades de firmas y familias. Esta situación podría mejorar sustancialmente en el futuro si se mantiene la tendencia a la reducción del peso de la deuda pública.

En todos los casos los estudios revelan una significativa presencia de la banca extranjera; lo cual indica que no existe discriminación en contra del capital extranjero. La participación de la banca extranjera, sin embargo, se vio resentida por las crisis en Argentina y Uruguay. La presencia de la banca pública es destacada en todos los países al tiempo que la banca privada nacional es débil en Argentina y prácticamente inexistente en Uruguay. Esto es un problema ya que no se han desarrollado o no han sobrevivido bancos pequeños que estaban especializados en nichos regionales o sectoriales. En la Argentina la desaparición de la banca cooperativa tuvo costos en términos de destrucción de un valioso stock de información que había sido acumulado por ese tipo de entidad. Brasil es el único de los socios que utiliza instrumentos financieros de manera activa y a gran escala para hacer política industrial. En este sentido es probable que el BNDES genere ciertas irregularidades en el campo de juego en relación con algunos sectores específicos de la región.

Un tercer conjunto de hechos se refiere a la integración en los mercados internacionales. Los países bajo análisis cuentan con niveles altos –aunque no sin variaciones– de apertura de la cuenta capital y, en general, no discriminan contra el capital extranjero en el sistema bancario (aunque en Brasil hay limitaciones). Los trabajos documentan que las economías del MERCOSUR han recibido flujos de capital significativos, incluyendo la inversión extranjera directa en general (muy activa durante las privatizaciones) y en el sistema bancario. Los flujos de capital, no obstante, muestran fuerte volatilidad. Todos los miembros han pasado por situaciones de frenazo. En las situaciones de turbulencia la interacción entre el régimen cambiario, las condiciones externas y la intermediación doméstica resultó determinante en relación a los resultados observados. Esto implica que las políticas deberían adoptar un criterio de "equilibrio general"; no se deberían introducir reformas en un segmento determinado de la intermediación o el régimen monetario sin tener en cuenta la funcionalidad del todo.

Un cuarto hecho estilizado es que los flujos de capital intra-Mercosur son muy pequeños. Los dos países más grandes invierten en el exterior. La argentina bajo la forma de activos líquidos; el Brasil bajo la forma de IED. Pero ni Argentina ni Brasil invierten sumas significativas en activos de los países del MERCOSUR. Sólo recientemente se ha detectado un cierto mayor apetito inversor de Brasil en lo que hace a inversión directa, de la mano del mayor crecimiento y la valorización del real. En este sentido, está claro que una tarea central de cualquier agenda de integración financiera debería ser la de diseñar instrumentos para "internalizar" o regionalizar la demanda de activos externos por parte de los inversores que residen en países miembro.

El quinto hecho que vale la pena subrayar es que los episodios de turbulencia financiera disparados por desequilibrios macroeconómicos domésticos y *shocks* financieros externos son factores importantes en la explicación del bajo nivel de profundidad ya que los efectos de las turbulencias tienden a perdurar en el tiempo. En realidad, es razonable pensar que la repetida ocurrencia de marcados desequilibrios financieros tiene que haberse incorporado al conjunto de información que los inversores utilizan al decidir. En el trabajo sobre Argentina se afirma que es posible que las dificultades para eliminar deficiencias tales como el cortoplacismo y la dolarización pueden estar asociadas con una situación de tipo *peso problem* que impide el desarrollo de ciertos segmentos de mercado aún en situaciones de mayor estabilidad Es interesante mencionar, sin embargo, que en todos los países analizados, el sistema financiero ha mostrado capacidad para crecer cuando encuentra situaciones propicias, como lo son las aceleraciones en el crecimiento o períodos de tranquilidad macroeconómica y en los mercados internacionales. En realidad, el problema básico no es cómo acelerar el crecimiento de las finanzas o la falta de emprendedores en ese campo sino cómo lograr un desarrollo que sea robusto a

shocks de significación. Como lo marca la literatura, en este aspecto, son cruciales la calidad del marco regulatorio y de la supervisión.

Un sexto hecho estilizado es, justamente, que todos los estudios dan cuenta de intentos significativos de reforma de la arquitectura financiera doméstica en la última década, orientados a adoptar las mejores prácticas y las reglas recomendadas en los estándares y códigos internacionales. Tales esfuerzos normalmente se hicieron con el objetivo de mejorar la integración con los mercados globales. Hay que tener en cuenta, no obstante, que los deterioros del marco regulatorio y de supervisión están muy correlacionadas con la ocurrencia de crisis financieras asociadas con shocks externos y de política. La crisis de 2001-2 generó una regresión importante en la Argentina y, también en Uruguay. Brasil es el país que ha avanzado de una manera más gradual y eficaz y cuenta hoy con una institucionalidad bancaria razonablemente sólida y es también el país que ha tenido relativamente menos situaciones de crisis bancarias.

En realidad, sorprende en relación con las reformas en el campo financiero que no haya habido mayor preocupación por articular los esfuerzos de apertura financiera y mejora del marco regulatorio con el proceso de integración regional. Los resultados y los planes de trabajo del Subgrupo de Trabajo 4 – que se ocupa de las reglas de juego en el plano financiero– son más bien pobres y su nivel de visibilidad es muy bajo. Asimismo, no hubo posiciones coordinadas en las negociaciones en el plano multilateral concernientes a servicios financieros en el marco de la OMC. Las generosas concesiones de la Argentina en la década pasada divergen de la estrategia más conservadora de Brasil (de Paiva Abreu, 1997).

En definitiva, lo que estos hechos indican es que existe vocación por adaptarse a las recomendaciones de las mejores prácticas del tipo sugerido por el FSF y que no se discrimina al capital extranjero, pero también que la inestabilidad financiera es un obstáculo serio. Hay inserción en los mercados globales pero sobre la base de un rayo norte-sur. Las relaciones sur-sur y, en particular, con América Latina y con países del MERCOSUR es muy pequeña. Tampoco hay gran participación de entidades bancarias dentro del MERCOSUR. En realidad, los inversores que tienen presencia en varios países simultáneamente son extra-MERCOSUR y pertenecientes a países desarrollados (el ejemplo saliente en este aspecto son los bancos españoles).

5. CONCLUSIONES

En la primera sección hicimos notar que la investigación fue motivada por la aparición de una serie de hechos macroeconómicos y financieros en la década actual que contrastan con lo observado, al menos, desde la crisis de la deuda a principios de los ochenta. Sucintamente, los hechos más salientes son:

a. El MERCOSUR pasó de ser un tomador neto de fondos prestables en el resto del mundo a ser un colocador neto y sus dos socios mayores muestran significativos superávit de cuenta corriente en los últimos años.

b. Los Bancos Centrales del MERCOSUR están aumentando de manera sistemática sus niveles de reservas internacionales.

c. Los regímenes cambiarios han mudado sustancialmente en relación a los noventa: se pasó de esquemas de paridad fija a sistemas con mayor flexibilidad.

d. El socio de mayor tamaño muestra tasas de inflación que tienden a converger con las internacionales y sus políticas monetarias y fiscales son acordes con tal hecho.

A pesar de estos desarrollos positivos, los hechos estilizados que surgen de los estudios de caso muestran que:

e. Los sistemas financieros siguen mostrando niveles de profundidad bajos.

f. No existen o son extremadamente débiles las iniciativas de cooperación financiera y monetaria.

El hecho (e) sugiere que aún bajo condiciones mucho más favorables desde el punto de vista financiero y macroeconómico, la intermediación financiera no tiende "naturalmente" a desarrollarse y el hecho (f) indica que los socios no utilizan las oportunidades que podrían existir para crear mercados más profundos utilizando la región como plataforma. Bajo estas condiciones, la falta de profundización financiera podría devenir en el futuro una restricción apreciable sobre el crecimiento y la estabilidad en la región.

El punto (a) implica que la economía de la región está generando un exceso de ahorro sobre la inversión y el punto (b) que una parte está siendo acumulada como reservas. En función de lo que hemos discutido respecto de la experiencia internacional, dos preguntas que surgen naturalmente son, primero, si es eficiente que la economía regional esté generando este superávit y, segundo, si esos fondos de ahorro están siendo invertidos de manera óptima. Dado que los mercados de intermediación muestran fallas de importancia, estas preguntas parecen sumamente atinadas.

Respecto de la primera pregunta, una justificación razonable para que la economía genere superávit es que el *shock* externo positivo que está beneficiando a la región puede ser transitorio y, si lo es, es natural que se produzca transitoriamente un exceso del ahorro sobre la inversión. Sin embargo, en parte o totalmente, el shock podría ser permanente y no transitorio. Con mercados financieros deficientes, las autoridades sólo reciben señales muy distorsionadas del sector privado y del resto del mundo en relación con estas cuestiones. Si el shock fuera transitorio, los agentes privados no tiene canales eficientes para invertir los fondos que eventualmente deseen pasar a consumo futuro. Los trabajos de investigación han revelado que tanto en Brasil como en Argentina –y presumiblemente en el resto de los países socios– el consumo es más volátil que el ingreso lo que habla a las claras de las dificultades para suavizar intertemporalmente el consumo. Si, por el contrario, el shock fuera permanente, para asignar correctamente los nuevos recursos generados por el shock hacia los sectores con mayor potencial de crecimiento futuro se necesita un mercado financiero con cierta profundidad. Esto implica que independientemente de que el shock sea transitorio o permanente, no se puede descartar que la acumulación de recursos externos sea la contrapartida de que los fondos no estén siendo canalizados hacia los sectores con mejores oportunidades de inversión. Los problemas de asignación de la inversión en la Argentina son consistentes con esta hipótesis. Asimismo, la baja tasa de inversión del bloque, sobre todo en Brasil, es compatible con una situación como esta. La creación de canales financieros más fluidos podría ayudar a aumentar la inversión física y a mejorar su asignación.

El punto (b) nos dice que buena parte del superávit está alimentando la acumulación de reservas internacionales que el Banco Central invierte en activos financieros de bajo rendimiento. La justificación más importante para acumular reservas es que, luego de las crisis de la década anterior y en vista de las deficiencias de la arquitectura financiera internacional, los países emergentes deben invertir recursos en un autoseguro que les permita aislarse de fenómenos como el contagio y los frenazos. Nuevamente, sin señales de mercado, no está claro de cuánto debería ser el autoseguro óptimo. Sobre todo si no se sabe cuánto del shock es transitorio y cuánto permanente. Asimismo, es posible que la acumulación de reservas de manera independiente

por cada país sea excesivamente cara y que algún mecanismo de *risk-pooling* pudiera ser más eficiente.

Estas cuestiones coyunturales así como las deficiencias estructurales revisadas en los estudios de caso y el hecho de que otras regiones muestran avances en la cooperación financiera, sugieren que el MERCOSUR debería explorar alternativas de integración financiera que siguieran tanto la estrategia de trabajo "fronteras afuera" como "fronteras adentro".

En lo que hace fondos de reserva, la experiencia internacional que hemos discutido sugiere claramente que el MERCOSUR debería, al menos, evaluar seriamente propuestas en este sentido. En relación con esto, los estudios sobre el ciclo en el MERCOSUR (Fanelli y González Rozada, 2003) indican que las fluctuaciones en el bloque tienen un componente común importante y que ese componente se correlaciona con los cambios en el escenario financiero global. Pero esos estudios marcan que también es de relevancia el componente idiosincrásico del ciclo. Esto último sugiere que habría un cierto margen para diversificar riesgos. Sin embargo, es posible que no sea "rentable" para el MERCOSUR crear un fondo de reservas con sus cuatro miembros plenos exclusivamente, sobre todo desde el punto de vista de los costos de transacción políticos. Sin embargo, esta no es la única alternativa. El bloque podría buscar asociarse a acuerdos más amplios de fondos de reserva. El candidato natural es el FLAR. Machinea y Titelman (2006) aportan evidencia sobre la factibilidad de expandir el FLAR en Latinoamérica. El MERCOSUR podría negociar en bloque su adhesión al FLAR. Como un problema importante es la cuestión de *moral hazard*, la condicionalidad del fondo ampliado podría ser manejada y diseñada a nivel del MERCOSUR. Esto es, el bloque MERCOSUR establecería una garantía solidaria sobre el uso de las reservas por cualquiera de sus miembros pero también establecería las condiciones macroeconómicas a cumplir a nivel del bloque. Esto podría constituir una buena gimnasia para avanzar hacia una mayor coordinación macroeconómica. Por supuesto, la exploración de alternativas en esta línea debería hacerse en consonancia con los desarrollos en el plano de la arquitectura financiera internacional.

Está claro, no obstante, que en la situación de superávit de cuenta corriente actual la formación de un fondo no resuelve el problema de cómo utilizar los excesos del ahorro sobre la inversión. En relación con esto, el MERCOSUR sólo podría ser de ayuda si contribuye a crear mecanismos de conexión eficiente entre el ahorro y la inversión y a desarrollar instrumentos financieros que expandan el espectro de transacciones que abarcan intercambios entre diversos estados contingentes. Para este objetivo es vital crear nuevos canales para la utilización de los activos externos que se acumulan, incluyendo los que están en la cartera de los particulares que se encuentran invertidos en muchos casos en activos externos de muy baja rentabilidad.

Esto último es muy importante en Argentina. Avanzar en esto implica trabajar "fronteras adentro".

Una opción natural es la de crear un banco o agencia de financiamiento regional. En realidad, a la luz de las actividades del CAF o el BCIE es bastante sorprendente que el MERCOSUR no cuente con algo similar. Los países del bloque muestran un PBI per cápita relativamente alto para América Latina y tienen entre sus socios a Brasil que acumuló una enorme experiencia con el BNDES. Obviamente, quizás es justamente por la efectividad del BNDES que no se plantea la cuestión a nivel regional. Pero el punto es que la inversión en Brasil es baja y el crédito disponible para el sector privado no puede considerarse abundante. Asimismo, tanto en Brasil como en la Argentina la inversión pública se ha desplomado y ello ha repercutido en ciertas áreas de formación de infraestructura y capital humano. Una institución regional podría estar en condiciones de ayudar en la identificación de proyectos de inversión definidos a partir del interés regional conjunto y con la mira en facilitar la integración profunda. La infraestructura para el comercio y el apoyo a iniciativas para un sistema regional de innovación son candidatos obvios en este sentido. Las iniciativas existentes para favorecer a los países más pequeños también podrían articularse.

De cualquier forma, una entidad de financiamiento de este tipo no contribuye *per se* a desarrollar una estructura de mercados más densos. En función de la visión actual de la literatura respecto de que los mercados de valores y los bancos son complementarios, un banco de desarrollo regional debería ayudar a desarrollar los mercados de valores privados y de bonos para las firmas. La experiencia internacional reciente sugiere diferentes alternativas[6]. En particular, si como ocurre por ejemplo con la CAF, una entidad de crédito regional consiguiera una calificación de crédito mejor que la de los países miembros podría ayudar en la emisión de bonos para separar los distintos tipos de riesgo incorporados en un bono emitido por una corporación. Por ejemplo, podría hacerse cargo del riesgo de crédito pero no del riesgo cambiario en la línea de lo que está intentando hacer el BID. También podría subsidiar los costos de emisión de papeles privados asociados a grandes proyectos de inversión y la operación de los mercados para negociar esos papeles a los efectos de suavizar el obstáculo que representan los costos fijos de "armar" el mercado, hasta que el mercado adquiriera un nivel mínimo de escala. Asimismo, podrían diseñarse mecanismos para asociar a los bancos nacionales y los fondos de pensión en la operatoria de la entidad regional. En la medida

6 Para cumplir mayor cantidad de transacciones entre estados contingentes se debería crear la infraestructura para tratar de emitir bonos en moneda local indexados al IPC, con pagos que se adaptan en función del deterioro de los términos del intercambio, bonos indexados al PBI (Argentina ha hecho una experiencia en este sentido al renegociar su deuda) y bonos indexados a uno o varios commodities.

que se tuviera éxito en incentivar los mercados de bonos en el nivel MERCOSUR se crearían incentivos para avanzar más rápidamente en la armonización de las regulaciones y en mecanismos como los que puso en práctica la UE hacia el principio del proceso, como el reconocimiento mutuo de las licencias para operar. De cualquier manera, como se muestra en los trabajos, hoy es muy baja la participación de bancos de un socio en el sistema financiero de los otros.

Contar con mercados más profundos es también importante para ganar grados de libertad para las políticas macroeconómicas. Según Eichengreen (2001) un mercado de bonos más profundo permite amortiguar mejor los shocks. En línea con las decisiones de otros países emergentes, los países del MERCOSUR han optado por regímenes cambiarios más flexibles e intervención en los mercados de cambio. Asimismo, el hecho que el socio mayor haya reducido sustancialmente su tasa de inflación y cuente con políticas más creíbles es una buena noticia en el sentido de que podría actuar como "ancla" para la convergencia del resto de los países del bloque.

El MERCOSUR no tiene porqué forzar la marcha de la cooperación financiera ya que las tareas de construcción institucional son complejas. De hecho, podría comenzarse por la creación de un instituto para la cooperación financiera cuya primera tarea fuera establecer una agenda de tareas factibles, basándose en la experiencia internacional reciente. Asimismo, podría realizar estudios orientados a adaptar las recomendaciones sobre mejores prácticas y estándares y códigos al contexto del MERCOSUR y, sobre esa base, propender a la armonización normativa y al diseño de una agenda práctica de acciones tanto fronteras afuera como fronteras adentro del bloque.

En suma, los resultados de los estudios no muestran un panorama alentador en lo que hace al estado de la integración financiera en el MERCOSUR y los esfuerzos por incrementarla. En primer lugar, las transacciones financieras entre los estados miembros son muy pequeñas y la participación de instituciones financieras de uno de los miembros en las economías de los otros es mínima; en segundo lugar, no existe coordinación importante ni en el plano monetario ni en el financiero. Cuesta creer, no obstante, que la falta de avance en la integración financiera se deba, exclusivamente, a la falta de oportunidades para cooperar. Hemos señalado algunas iniciativas que podrían inspirar una agenda algo menos pobre que la actual.

¿Por qué está, entonces, el MERCOSUR tan atrasado en los aspectos financieros y monetarios? Una hipótesis razonable es que el MERCOSUR ha encontrado dificultades relativamente más importantes que otros bloques en dos frentes: el exceso de volatilidad y la economía política. En relación al primer factor, hemos señalado que las crisis han inducido regresiones importantes en el comercio intra-bloque y en la institucionalidad financiera. Para

evaluar la importancia de la economía política, a su vez, es vital tomar en cuenta que la integración financiera es intensiva en la construcción de instituciones y la política es la encargada de construir esas instituciones. La política del MERCOSUR no se ha distinguido, hasta ahora, por la eficacia para decidir de manera independiente de las demandas de la coyuntura política y de las presiones de grupos con intereses específicos.

En este contexto, parece que el MERCOSUR se debatirá en el futuro entre situaciones polares. El *statu quo* implica seguir con estructuras financieras desequilibradas y pobres; tomar acciones decididas hacia la cooperación financiera, por el contrario, podría tener consecuencias muy beneficiosas, justamente debido a lo deficiente de la situación financiera actual: los países que muestran una discrepancia mayor entre su nivel de PBI per cápita y su nivel de desarrollo financiero son los que tienen un mayor potencial de crecimiento para explotar por la vía de la profundización financiera.

2

DESARROLLO E INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN ARGENTINA

Ramiro Albrieu (CEDES)
Ricardo Beckzuk (UNLP)
José María Fanelli (CEDES)

DESARROLLO E INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN ARGENTINA*

1. INTRODUCCIÓN

En sintonía con otras regiones del mundo que han estado introduciendo reformas en sus sistemas financieros y en la cuenta capital para adaptarse a la llamada segunda globalización (Basu y Taylor, 1999) e integrarse a los mercados internacionales, las economías del MERCOSUR han implementado cambios significativos en sus arquitecturas financieras domésticas en las últimas décadas. Las reformas, sin embargo, no han dado los resultados esperados en cuanto a promover el desarrollo financiero. Un rasgo particular de este proceso es la ausencia de iniciativas significativas orientadas a mejorar la integración financiera y aumentar los flujos de capital dentro del MERCOSUR. Esto no deja de sorprender dado que otros acuerdos regionales que involucran países latinoamericanos se han mostrado mucho más activos. El caso de mayor interés en este aspecto es el de los países andinos que han realizado actividades valiosas de cooperación financiera utilizando como instrumentos la Corporación Andina de Fomento y el Fondo Latinoamericano de Reservas.

El trabajo sobre Argentina que se presenta en este capítulo forma parte de un proyecto más amplio que involucra el análisis de la intermediación en Brasil y en Uruguay con el propósito de evaluar las restricciones y oportunidades para la integración financiera en el MERCOSUR. Este estudio analiza la estructura de intermediación financiera de la Argentina y la forma en que tal estructura se relaciona con los mercados internacionales de capital y con el MERCOSUR. El objetivo principal es contar con una caracterización de la estructura de intermediación que

* Se agradece la asistencia en la investigación de Federico Grinberg. Contacto con los autores: ralbrieu@cedes.org, Josefan@cedes.org, ricardob@lpsat.com

sea útil para evaluar las posibilidades de desarrollo de un mercado de capitales integrado en el MERCOSUR. Las dos hipótesis centrales que motivan el proyecto son, primero, que no es posible consolidar la integración regional profunda y explotar sus beneficios para el crecimiento de la productividad sin una estructura de intermediación financiera eficiente y, segundo, que en vista de los problemas para integrarse en los mercados financieros internacionales, vale la pena investigar si la construcción de un mercado integrado regional podría ayudar al desarrollo de los mercados nacionales.

La estructura del trabajo es la siguiente. En la sección II se caracteriza el sistema financiero y se analiza el sector bancario. En relación con el primer punto se evalúa si la intermediación es basada en bancos o en mercados de valores, el nivel de profundidad alcanzado y la calidad institucional. En relación con los bancos, se examina la morfología del sistema en lo que hace a tamaño, estructura de mercados, rentabilidad y eficiencia. La sección III estudia los mercados de valores, incluyendo bonos y acciones. Luego se evalúa el grado de integración de la Argentina con los mercados internacionales y con Brasil (sección IV) y se ensayan argumentos alternativos para explicar la baja integración financiera regional (sección V). Por último, en la sección VI se discuten las implicaciones de política en lo que hace a la construcción de un mercado integrado de capitales.

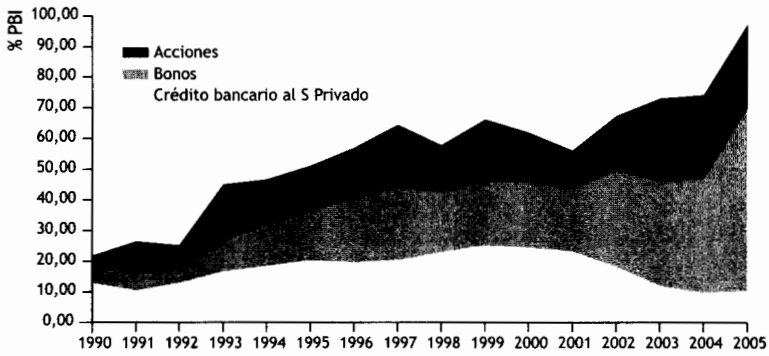
2. LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y EL SISTEMA BANCARIO

2.1 Características y nivel de desarrollo de la intermediación financiera

Hay tres preguntas que surgen naturalmente al intentar caracterizar la estructura de financiamiento de un país: la primera es en qué medida la intermediación se basa en bancos o en mercados de valores; la segunda es qué grado de desarrollo ha alcanzado esa estructura y la tercera es cuál es la calidad de la infraestructura institucional.

El gráfico 1 es una forma simple de abordar la primer pregunta; el mismo muestra la evolución de la intermediación financiera (la suma del crédito bancario al sector privado y la capitalización de bonos y acciones como porcentaje del PBI) desde 1990. El indicador muestra que el tamaño de la intermediación en su conjunto se triplicó largamente durante los noventa, luego de que los episodios hiperinflacionarios de 1989 y 1990 redujeran de manera significativa el tamaño de la estructura de intermediación. Adicionalmente, nótese que, luego de la crisis de 2001, hay un cambio en la estructura del sistema financiero; aumenta la participación de los mercados de bonos y se reduce la del crédito al sector privado. Esto podría sugerir que la Argentina pasó de un régimen basado en bancos a otro basado en mercados. Sin embargo, esta impresión sería falsa, pues no se trata de un desarrollo "natural" que surge del libre funcionamiento de los mercados sino que, por el contrario, es un hecho que refleja la emisión de bonos por parte del sector público para manejar los

Gráfico 1
Tamaño del mercado financiero



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

efectos de la crisis financiera así como la destrucción de buena parte del stock de crédito. Es importante aclarar, además, que una substancial proporción de los nuevos bonos son mantenidos por los bancos en cartera, ya que les fueron entregados para compensar las pérdidas que ciertas medidas de las autoridades les infligieron.

Para evaluar si el sistema financiero argentino es uno basado en bancos o en mercados es útil comparar a la Argentina con otros países relevantes en términos de dos indicadores propuestos en la literatura (v. Levine et al., 2003; Hartmann et al. 2005): a) activos de los bancos / capitalización del mercado de acciones y b) crédito al sector privado / valor intercambiado en el mercado de acciones. Los resultados se presentan en el cuadro 1. Argentina se encuentra más próxima a los países de la zona euro, que tradicionalmente tienen sistemas financieros basados en bancos. Vale mencionar, de paso, que en el MERCOSUR, los casos de Uruguay y Paraguay muestran una virtual inexistencia de mercados de capital (v. Aboal et al., 2007).

Cuadro 1.
Medidas de estructura financiera

1. Activos Bancarios vs. Capitalización MK

Zona MERCOSUR				
Argentina	Brasil	Uruguay	Paraguay	Venezuela
179,90	146,77	3.808,41	1.078,50	177,31
Zona EURO				
Francia	Alemania	Italia	España	Portugal
240,77	404,10	345,84	276,74	440,10
Otros				
UK	Estados Unidos	Japón	HK-China	
99,47	43,85	188,12	62,74	

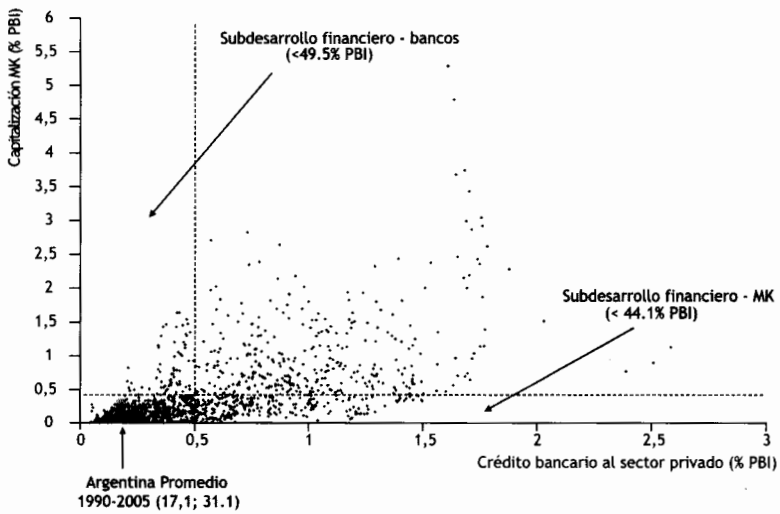
2. Créditos Bancarios vs. Valor Intercambiado MK

Zona MERCOSUR				
Argentina	Brasil	Uruguay	Paraguay	Venezuela
743,71	172,33	s.d.	s.d.	1.984,01
Zona EURO				
Francia	Alemania	Italia	España	Portugal
374,92	280,43	670,42	398,24	919,13
Otros				
UK	Estados Unidos	Japón	HK-China	
192,28	47,49	349,70	116,94	

Fuente.: Elaboración propia en base a Beck et al. (2006)

Para evaluar la segunda pregunta, referida al grado de desarrollo de la intermediación financiera, pueden ser útiles los criterios propuestos por Levine et al. (2003) y Rajan y Zingales (1998). Para detectar el subdesarrollo financiero la estrategia es calcular el valor medio de una muestra representativa de países y comparar este valor con el país a analizar: Si la media del país se encuentra por debajo de la media de la muestra, ese país tiene un sistema financiero subdesarrollado. El gráfico 2 muestra dos indicadores: crédito bancario al sector privado y capitalización de los mercados de capitales, ambos como porcentaje del PBI. Se considera una muestra de 104 países que abarca el período 1990-2005. El ratio crédito al sector privado/ PBI promedio es 49,5%. Para el caso argentino dicho ratio alcanza el 17,2% en promedio para el período 1990-2005. Con respecto al indicador del mercado de capitales, el promedio muestral alcanza el 44.1% del PBI, en tanto que la media para Argentina llega a 31.1%. Ambos indicadores sugieren que la intermediación financiera se encuentra subdesarrollada.

Gráfico 2

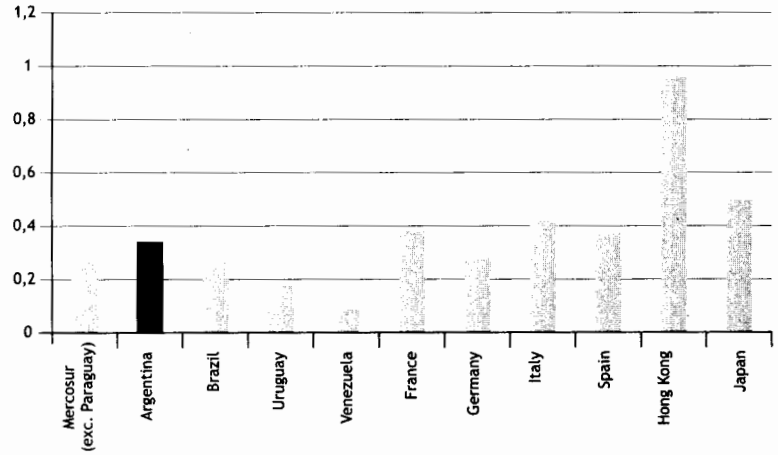


Fuente.: Elaboración propia sobre la base de Beck et al. (2006)

Una forma simple de abordar la pregunta relacionada con la calidad institucional que aportan el marco legal e institucional –que son la infraestructura sobre la que se apoyan las reglas de juego que gobiernan las transacciones financieras – es pasar revista de los indicadores utilizados más frecuentemente para la comparación internacional (cf. Hartmann et al., 2006). Aunque estos indicadores no son muy precisos y pueden ser objeto de crítica (cf. Fanelli, 2007a) son convenientes para dar una visión general desde una perspectiva comparada.

El primer indicador se refiere a la calidad de la *corporate governance*. La literatura sobre gobernanza corporativa pone el acento en la calidad de las reglas que regulan el conflicto potencial entre inversores y administradores o entre los inversores que proveen el financiamiento. Al respecto, se considera el indicador de protección de los derechos de los acreedores, tomado de La Porta et al. (2004). El gráfico 3 muestra la posición de la Argentina, en base a datos correspondientes al año 2004. Nótese que en la comparación internacional, la Argentina se posiciona por debajo de las economías desarrolladas pero por encima de la media del MERCOSUR.

Gráfico 3
Enforcement de los derechos del acreedor
(índice de anti-selfdealing)



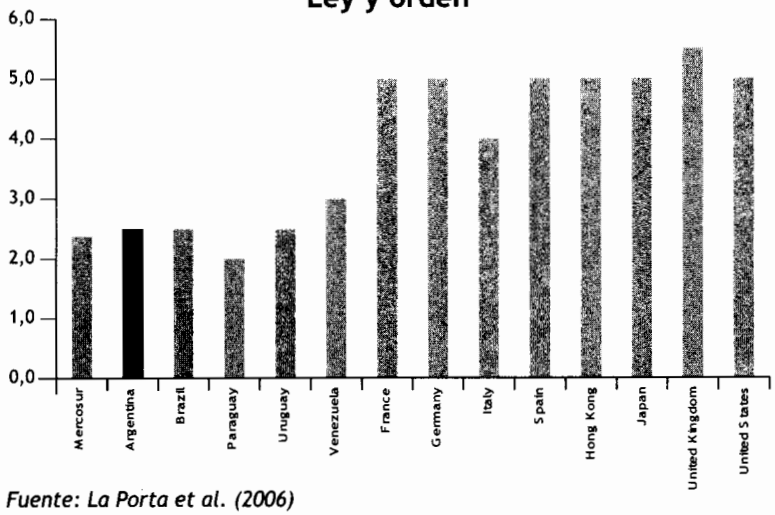
Fuente: La Porta (2006)

Un segundo indicador de importancia es la calidad del sistema legal y regulatorio. Por un lado, el sistema legal juega un rol central en la determinación del grado de *enforcement* de los contratos; por otro lado, la infraestructura de regulación es fundamental para dar respuestas eficientes a la existencia de fallas de mercado. Un indicador que suele usarse en la literatura financiera es el de "ley y orden" (cf. Erv, 1996; Hartmann, 2006). En el gráfico 4 puede verse que la Argentina se ubica por debajo de los países desarrollados, pero muy cerca de Brasil y del promedio para el MERCOSUR.

Resultados similares arroja la variable "*enforcement* del sector público" (gráfico 5), que mide la capacidad de sanción judicial ante ciertos tipos de transacción ilegal (véase La Porta et al., 2006).

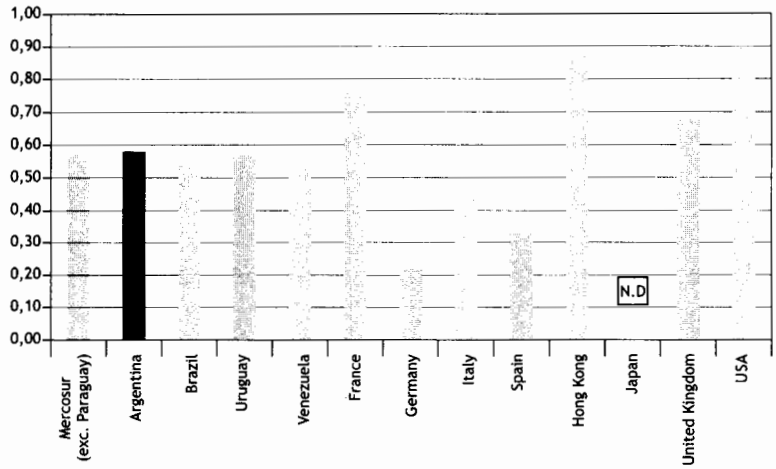
La Heritage Foundation elabora índices de libertad en distintas esferas o actividades. En particular, nos interesan dos: la esfera monetaria y la esfera financiera.

Gráfico 4
Ley y orden



Fuente: La Porta et al. (2006)

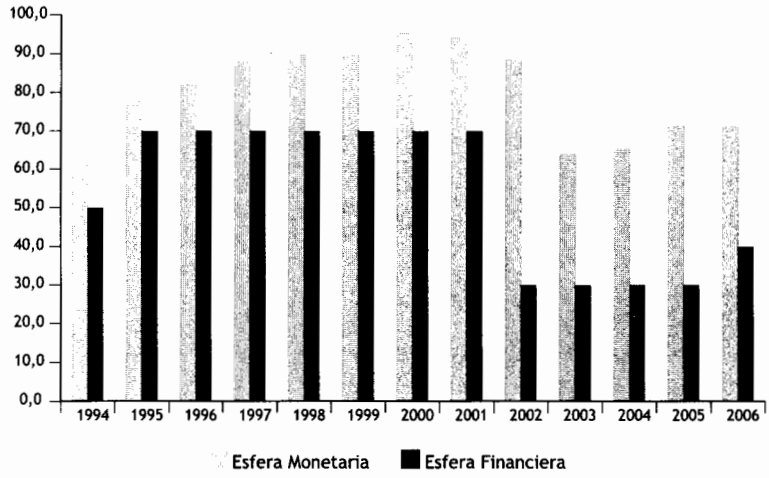
Gráfico 5
Enforcement del sector público (source: La Porta 2004)



Fuente: La Porta et al. (2004)

El gráfico 6 muestra la evolución de estos indicadores para el período 1995-2006. Allí puede verse que la ruptura de contratos y acuerdos implícitos en el año 2001 significó un aumento en las limitaciones al accionar de los individuos en la esfera financiera.

Gráfico 6
Indicadores de libertad de Argentina



Fuente: Heritage Foundation

En síntesis, si bien luego de las reformas estructurales la intermediación financiera se incrementó, ello no fue suficiente para el logro de una estructura desarrollada ni para evitar las crisis financieras. Asimismo, la intermediación sigue estando dominada por los bancos y no se cuenta con un ambiente institucional de calidad. En lo que resta de esta sección estudiamos las características del sistema bancario y en la que sigue evaluamos los mercados de valores.

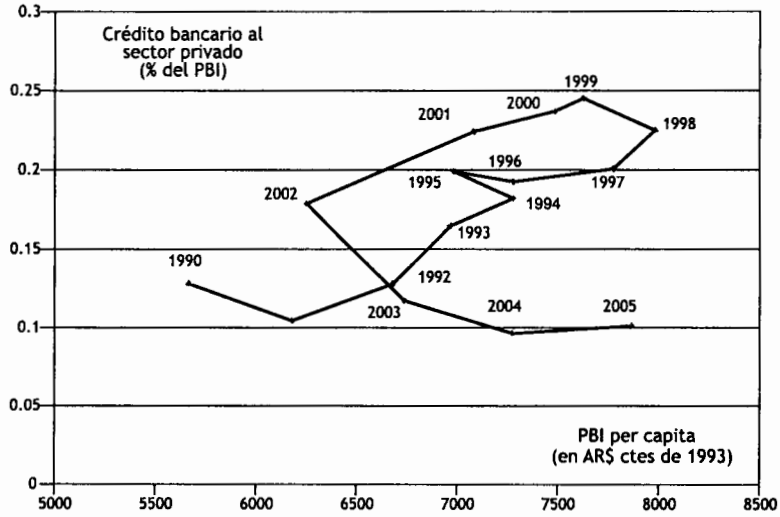
2.2 El sistema bancario: hechos estilizados básicos

En los noventa, la Argentina implementó reformas de gran alcance y profundidad (Forteza y Tommasi, 2005). La arquitectura financiera doméstica no fue una excepción; tanto el régimen cambiario/monetario como el marco regulatorio del sistema bancario y la cuenta capital fueron reformados (cf. Fanelli, 2007b). Una nueva carta orgánica estableció la independencia de banco central; se implementó un sistema de *currency board*, se liberaron los movimientos de capital y se introdujeron de manera gradual las recomendaciones de Basilea. Pese a seguir en rasgos generales el modelo canónico de desregulación, las autoridades incorporaron algunas especificidades no triviales, como el permiso irrestricto a la fijación de depósitos y créditos en dólares o el incentivo desde la regulación a la tenencia por parte de

los bancos de activos públicos[1]. La nueva arquitectura impuesta por la reforma, sin embargo, resultó inconsistente y el país sufrió una crisis financiera en 2001-2 que indujo una fuerte regresión en el proceso de profundización financiera, proceso que el país aún se encuentra en etapa de superar.

En base a la trayectoria seguida por el crédito al sector privado como porcentaje del producto (a precios de 1993), el gráfico 7 ilustra de manera sintética lo ocurrido con la profundización financiera durante los períodos de reforma y crisis. Las flechas indican la trayectoria cronológica. Como puede observarse, en toda la década de los noventa la intermediación financiera se incrementa en relación al PBI: el crédito bancario al sector privado pasó de 13 a 24 puntos del PBI entre 1990 y 1999. A partir de este último año, el crédito comienza a caer y colapsa a partir de 2002 en concomitancia con las restricciones impuestas por el gobierno en el contexto de la crisis. Si bien la economía comienza a crecer en 2003, lo hace con el crédito al sector privado cayendo. El uso de fondos propios para financiar la inversión y el capital de trabajo a la salida de una crisis, de cualquier forma, no es sorprendente y es un fenómeno reconocido en la literatura empírica (cf. Calvo, 2006). Más allá de esto, a medida que la crisis fue quedando atrás, el crédito comenzó a expandirse nuevamente.

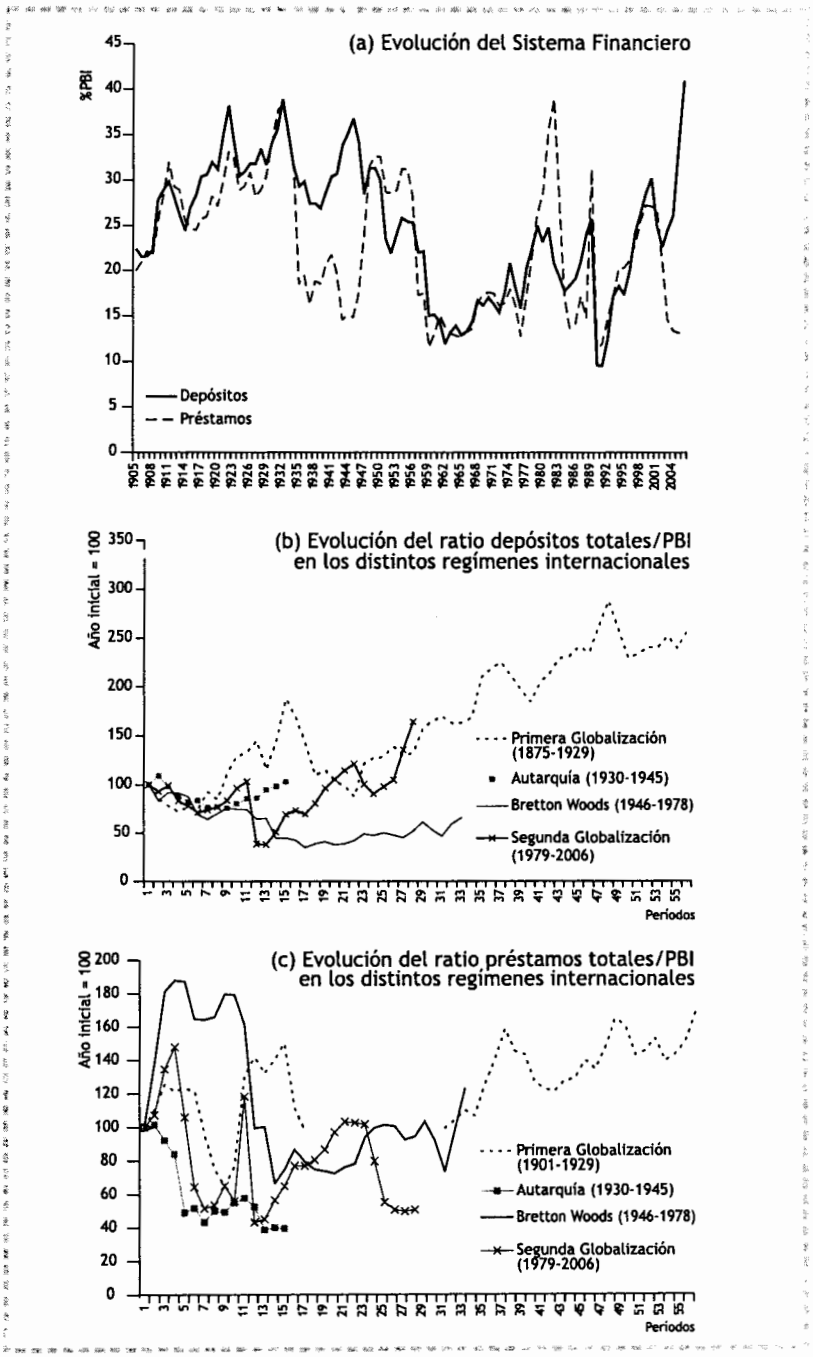
Gráfico 7
Crecimiento económico e intermediación financiera. Experiencia reciente



Fuente.: elaboración propia en base a BCRA

1 Primero, los requerimientos de capital introdujeron un sesgo a favor de la asignación de fondos al sector público. Mientras que un mínimo de 11,5% de los activos era requerido en el caso del sector privado, los requerimientos para activos del gobierno eran mucho más bajos (entre 1 y 5%).

Panel 1


(a) Evolución del Sistema Financiero
%PBI
Depósitos
Préstamos
(b) Evolución del ratio depósitos totales/PBI en los distintos regímenes internacionales
Año inicial = 100
Primera Globalización (1875-1929)
Autarquía (1930-1945)
Bretton Woods (1946-1978)
Segunda Globalización (1979-2006)
Períodos
(c) Evolución del ratio préstamos totales/PBI en los distintos regímenes internacionales
Año inicial = 100
Primera Globalización (1901-1929)
Autarquía (1930-1945)
Bretton Woods (1946-1978)
Segunda Globalización (1979-2006)
Períodos

En realidad, la volatilidad del crédito y los agregados monetarios no es exclusiva del período que estamos examinando; se trata, más bien, de una característica estructural de la economía argentina. El panel 1 muestra la evolución del ratio depósitos/PBI y el ratio préstamos/PBI en el largo plazo. La parte (a) del panel muestra la evolución de estos ratios desde 1905. Una característica que surge claramente es la volatilidad de la serie. Asimismo, los paneles (b) y (c) muestran la evolución de estos ratios bajo diferentes regímenes internacionales.

Como puede observarse en todos los períodos el crédito es muy volátil y es más volátil que la demanda de depósitos. En gran medida, la volatilidad del crédito y los depósitos está íntimamente asociada con el hecho de que la Argentina es un país en el cual las crisis macroeconómicas son frecuentes. El cuadro 2 muestra que los períodos de crisis se correlacionan con fuertes caídas tanto del crédito como de los depósitos.

Cuadro 2
Crisis, depósitos y crédito 1875-2006

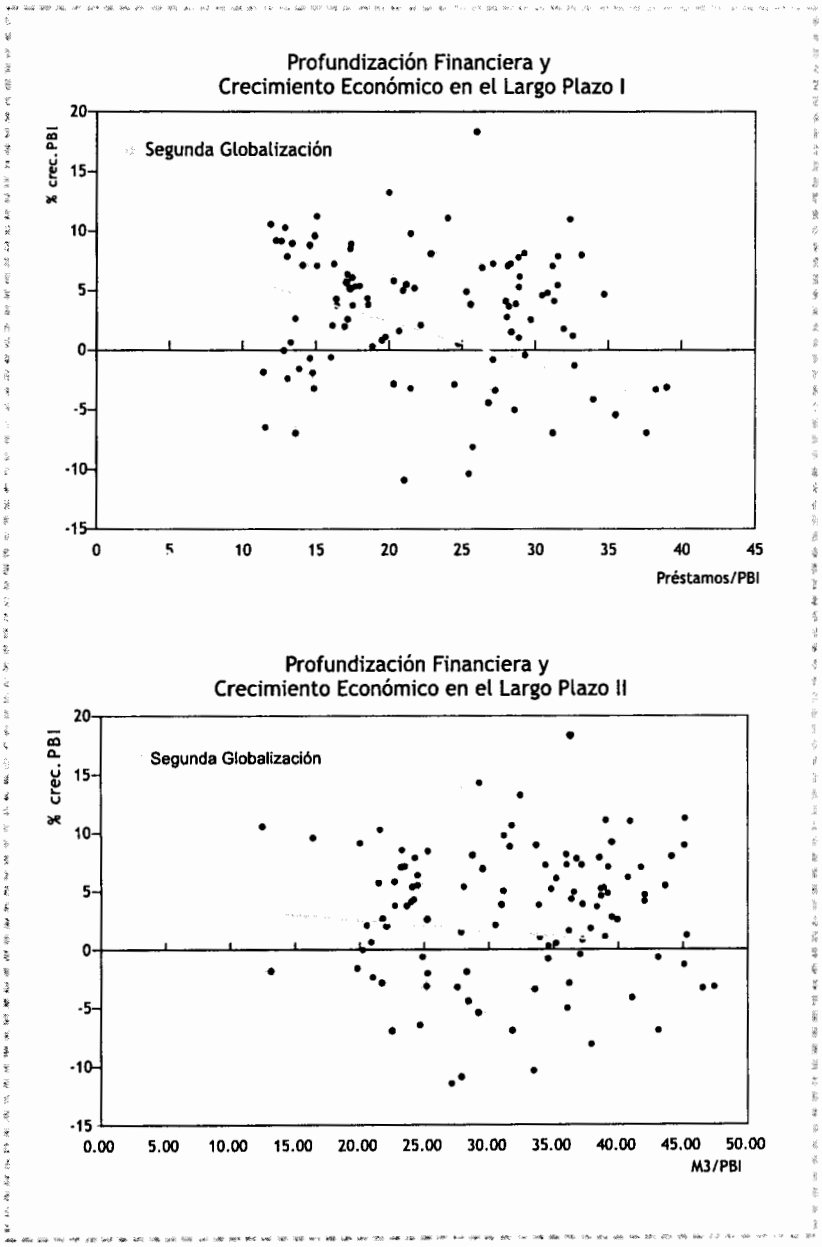
Crisis	PBI			Depósitos / PBI	Préstamos / PBI
	Año de comienzo	Duración (1)	Profundidad (2)	Profundidad (3)	Profundidad (3)
Crisis de Baring	1892	Dos	14,84	n.d.	n.d.
1era Guerra Mundial	1913	Cinco	29,84	19,33	15,99
Crisis de los '30	1930	Tres	20,11	26,91	50,43
Crisis Institucional	1962	Dos	6,93	22,57	7,20
Rodrigazo	1975	Dos	4,28	25,69	20,25
Crisis de la deuda	1981	Dos	9,52	31,3	59,3
Hiperinflación	1988	Tres	14,90	63,59	62,05
Crisis de la Convertibilidad	1999	Cuatro	22,66	26,68	60,49

(1) Años consecutivos de recesión.
(2) Porcentaje de caída total del PBI per capita.
(3) Caída acumulada en las proximidades de la crisis.

Fuente. Idem cuadro 1

La gran volatilidad que muestran las series da lugar a hechos algo anti-intuitivos como, por ejemplo, que la relación entre crédito y crecimiento tiende a ser negativa durante el actual período de globalización (ver Panel 2). Obviamente, esto se relaciona con el hecho de que los aumentos en la oferta de crédito fueron artificialmente impulsados por reglas de juego inconsistentes que finalmente desembocaron en crisis financieras.

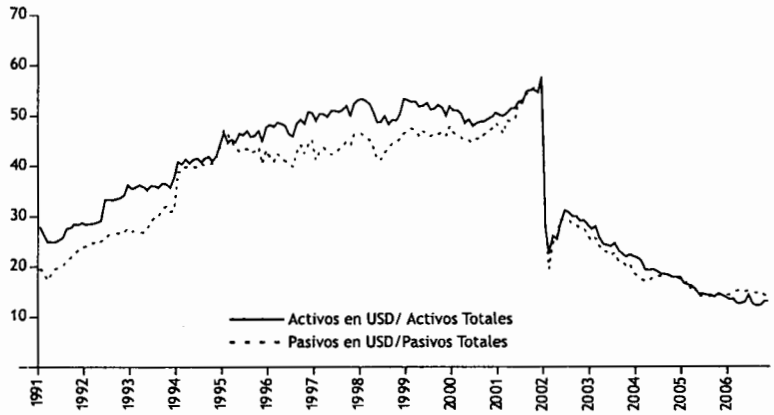
Panel 2



Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2005) y Beck et al. (2006)

Una característica muy asociada con la volatilidad es que la composición del crédito suele exhibir variaciones sustanciales en períodos de tiempo relativamente breves. Este fue el caso en lo que hace a la participación del crédito público y la dolarización en los últimos años. El gráfico 8 muestra la evolución cambiante del grado de dolarización del sistema financiero. Hacia 1991 un 28% de los activos y un 20% de los pasivos se denominaban en moneda extranjera. Tres años después, en el momento del *tequilazo* tanto los activos como los pasivos en moneda extranjera rozaban el 50% de los totales, porcentajes que se mantuvieron hasta las postrimerías de la crisis, cuando vuelven a subir (aunque los pasivos suben a mayor velocidad). La pesificación del sistema implementada por el gobierno como respuesta a la crisis reduce abruptamente el grado de dolarización, proceso que continua hasta la actualidad[2].

Gráfico 8
Dolarización del sistema financiero



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

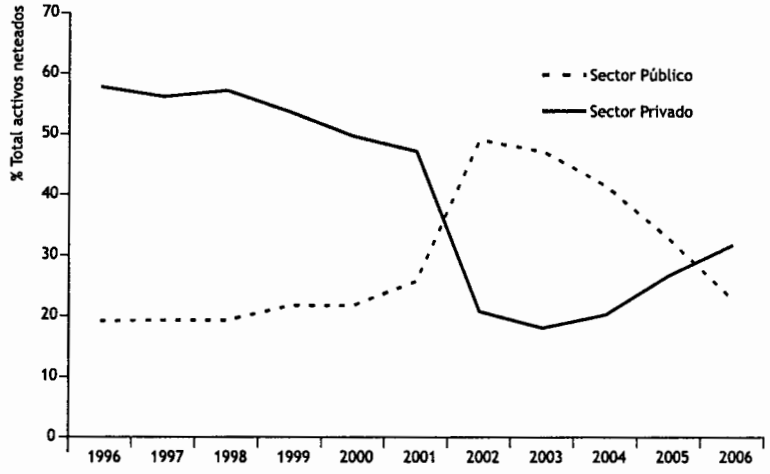
2 Tras el abandono del régimen de convertibilidad una parte sustancial de las obligaciones en dólares del sector privado con el sistema financiero fueron convertidas a razón de un peso por cada dólar, mientras que los depósitos (aquellos que habían sido reprogramados), fueron convertidos a una paridad de 1,4 pesos por dólar quedando indexados por CER. Sin embargo, debe destacarse que con el objeto de atenuar el impacto de la pesificación asimétrica en los balances de los bancos, y dado el peso de los activos del sector público en estas carteras, se optó por convertir a $ 1,40 por dólar todas los obligaciones denominadas en moneda extranjera del Sector Público Nacional, Provincial y Municipal vigentes al 3 de febrero de 2002. Los montos así pesificados serían luego ajustados por CER, disponiéndose además las tasas máximas de interés aplicables para los diferentes tipos de activos.

En segundo lugar, se reemplazó la indexación al CER de los préstamos por debajo de ciertos montos por un ajuste según el CVS (Coeficiente de Variación Salarial).

En tercer término, debe mencionarse que las deudas bajo legislación extranjera plantearon un problema particular, dado que su pesificación efectiva estaba fuera de las atribuciones del gobierno nacional y porque se precisaba particular cautela en el tratamiento de los pasivos externos de los bancos para no perjudicar indebidamente el flujo de crédito comercial y, por otra parte, el mínimo acceso al fondeo externo que todavía conservaban las instituciones locales tras el default.

La participación del sector público no es menos cambiante. El gráfico 9 muestra la participación del crédito al sector público no financiero y al sector privado en el crédito total. Luego de haber ganado participación en la primera parte de los noventa, el crédito privado comienza a ser desplazado por el crédito público. La crisis produce una fuerte caída en el crédito privado, que sólo muestra signos de recuperación en los últimos años.

Gráfico 9
Exposición del sistema financiero por tipo de Agente

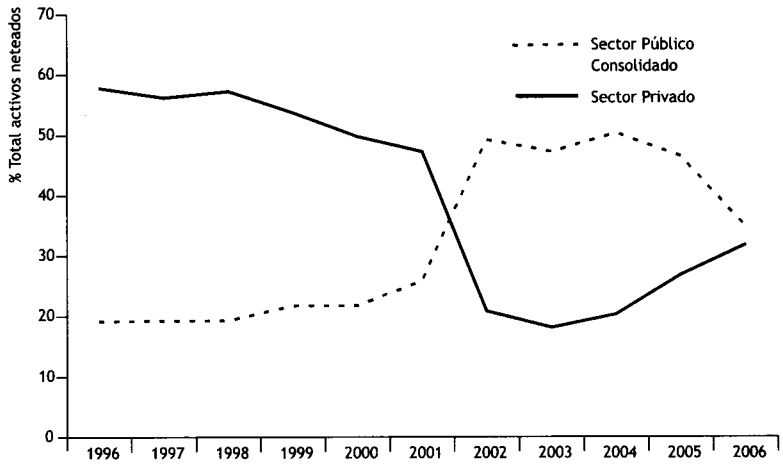


Fuente.: elaboración propia en base a BCRA

Es importante tomar en cuenta que dentro de los créditos al sector público no se computan los títulos emitidos por el banco central con objetivos de esterilización. Si se contabilizan los títulos emitidos por el banco central en poder de los bancos, el resultado cambia. El gráfico 10 muestra el sector público consolidado. Nótese que la colocación de títulos del banco central adiciona 10 puntos porcentuales a este indicador.

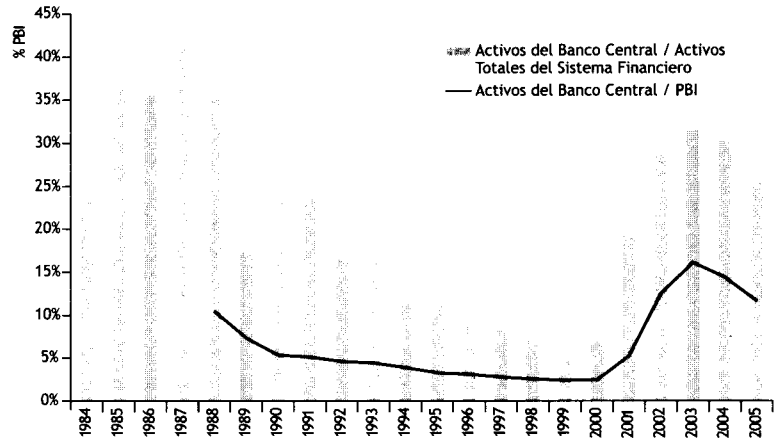
A partir de las políticas de intervención del banco central la emisión de deuda del banco central comenzó a tener importancia en términos macroeconómicos. La deuda alcanza en la actualidad valores cercanos a 5 puntos del PBI. Aproximadamente un 80% de esta deuda es mantenido en la cartera de los bancos. Sobre la composición, la mitad corresponde a deuda pactada en moneda doméstica, términos nominales y de corto plazo y en segundo lugar se ubica la emisión de títulos indexados por precios. La importancia creciente de la esterilización refleja la política del banco central de acumular reservas internacionales a un alto ritmo. Como resultado, la participación de los activos del banco

Gráfico 10
Exposición del sistema financiero por tipo de Agente



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Gráfico 11
El Banco Central en el sistema financiero



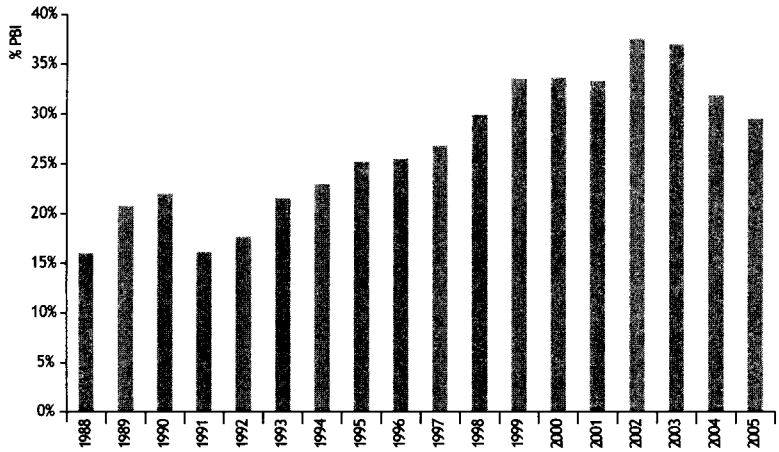
Fuente.: elaboración propia en base a BCRA

central en el total de activos del sistema ha ido creciendo, llegando a representar más de un cuarto del total del activo del sistema en los últimos tres años (ver gráfico 11).

2.3. Morfología

En lo que sigue utilizaremos una serie de indicadores a los efectos de caracterizar la estructura bancaria. Comenzamos con el tamaño, medido en base al cociente entre los activos totales de las entidades financieras y el PBI. Durante la convertibilidad, los activos totales de los bancos crecieron en forma sistemática por encima del PBI. Como consecuencia, el ratio activos/PBI pasó del 21% en 1990 al 34% en 1999 (ver gráfico 12). Luego de la crisis el tamaño del sistema financiero se redujo, pero aún así se mantuvo por encima de los valores previos a la convertibilidad. Como resultado en el período 1990-2005 el ratio bajo análisis se ubicó en promedio en el 34%.

Gráfico 12
Activos totales en el sistema bancario



Fuente.: elaboración propia en base a BCRA

¿Qué representa este 34% desde una perspectiva comparada? Este valor se ubica muy por debajo de los países con sistemas financieros desarrollados, donde usualmente supera el 100% (EEUU: 194%, Alemania: 125%, Portugal: 111%). Lo que es sorprendente es que también se ubique por debajo de países latinoamericanos, como Brasil (66%), Uruguay (54.3%) y Chile (78%). Parece claro que el sistema financiero argentino es pequeño.

La perspectiva es algo más alentadora con respecto a la evolución temporal. El cuadro 3 exhibe la evolución en los últimos diez años en comparación con los países del MERCOSUR, de la zona euro y otros. La expansión del sistema financiero argentino es mayor al del resto de las economías consideradas. Este hecho sugiere, por una parte, que el sistema tiene un gran potencial de crecimiento justa-

mente debido a su reducido tamaño y, por otra, que tal crecimiento muestra una cierta tendencia a la inestabilidad.

Cuadro 3
Evolución del tamaño del sistema financiero en países seleccionados (1991=100)
Indicador: Activos Totales / PBI

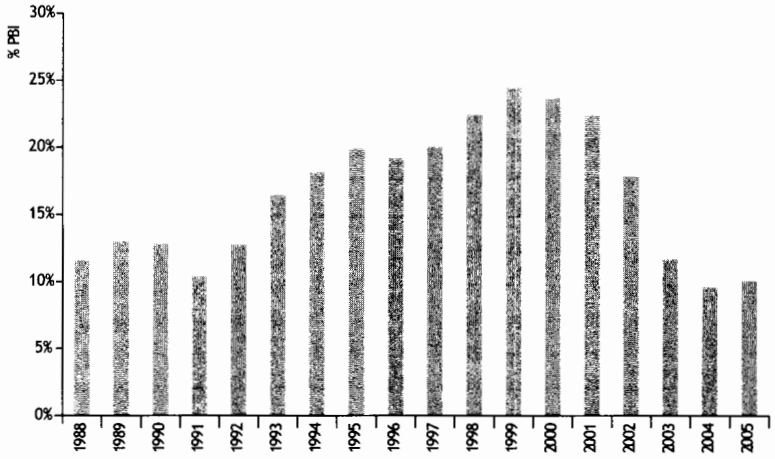
Zona MERCOSUR	1995	2000	2005
Argentina	135,02	172,86	217,95
Brasil	90,72	144,67	157,46
Paraguay	158,45	160,85	106,87
Uruguay	88,97	166,36	137,35
Venezuela	84,77	48,45	42,32
Zona EURO	**1995**	**2000**	**2005**
Francia	97,11	97,65	104,41
Alemania	118,65	136,40	128,92
Italia	107,36	114,70	128,63
España	117,73	156,70	185,55
Portugal	97,46	106,25	138,12
Otros	**1995**	**2000**	**2005**
UK	99,81	108,15	135,65
Estados Unidos	117,25	153,31	167,61
Japón	112,37	60,77	62,76
HK-China	103,67	112,92	110,49

Fuente: Elaboración Propia en base a Beck et al. (2006)

Ya hicimos notar más arriba que un síntoma explícito de los problemas que enfrenta el sistema bancario para incrementar su profundidad de manera estable es la volátil evolución del crédito bancario al sector privado. En los noventa el crédito al sector privado más que se duplicó, llegando a representar un cuarto del PBI hacia 1999. Posteriormente, la crisis redujo drásticamente el crédito en términos del PBI, hasta hacerlo volver a los valores de 1991. Nótese que la caída de este componente del activo de los bancos se dio en una forma mucho más pronunciada que los activos totales, por lo que se verifica un sesgo anti-crédito privado en la etapa de la post-convertibilidad.

El promedio de generación de crédito privado por parte de sistema bancario se ubicó en el período 1990-2005 en el 17% del PBI. Este guarismo está muy lejos de los correspondientes a los países con sistema financiero basado en bancos, en los cuales es cercano a 100% (112% para Japón y 99% para Alemania). Aún en la

Gráfico 13
Crédito bancario al sector privado



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

perspectiva regional la generación de crédito privado es magra: los valores argentinos son inferiores a Brasil (24%), Uruguay (33%) y Paraguay (18%). El cuadro 4 muestra la evolución temporal de la variable que estamos examinando. Puede verse allí el camino recorrido por la Argentina: fuerte expansión seguida de fuerte contracción. No obstante, debido a las crisis que afectaron a los países del MERCOSUR, esta evolución de la Argentina no es tan contraste cuando se la mira desde la perspectiva regional. Obviamente, este es un síntoma claro de los problemas de subdesarrollo financiero de la región como un todo.

El ratio de depósitos sobre PBI, aunque menos volátil que el crédito, también muestra una trayectoria poco alentadora: se expandió de manera significativa entre 1991 y 1999, pasando de 6 a 26 puntos del PBI pero esta trayectoria se vio interrumpida por la crisis, cuando el nivel de depósitos se achicó en 5 puntos del PBI.

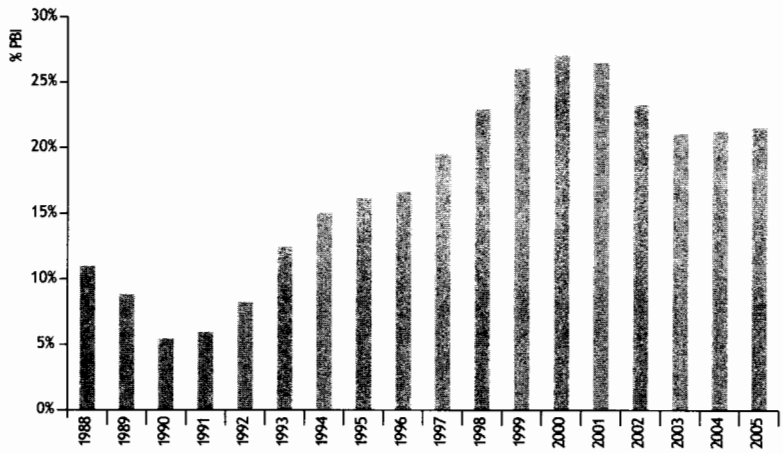
En promedio, en el período 1990-2005 el ratio depósitos/PBI se ubicó en 18% mientras que en los países con intermediación basada en bancos suele superar el 50% (Alemania: 69%, Portugal: 85%, Francia: 54%). Valores similares a los de Argentina se registran en la zona MERCOSUR (Brasil: 19%; Paraguay: 20%), salvo Uruguay, cuyo ratio de depósitos a PBI promedio para el período mencionado llega a 39%. En el cuadro 5 puede verse que la velocidad de crecimiento de los depósitos en relación PBI en la Argentina en el primer lustro de los noventa es muy superior a la del resto de los países considerados, aunque no ocurre lo mismo con posterioridad a la crisis.

Cuadro 4
Evolución del tamaño del sistema financiero en países seleccionados
Indicador: Crédito al sector privado / PBI (1991=100)

Zona MERCOSUR	1995	2000	2005
Argentina	190,95	227,50	96,98
Brasil	157,65	142,23	161,85
Paraguay	164,32	180,80	102,26
Uruguay	106,86	244,62	133,18
Venezuela	46,61	61,85	68,89
Zona EURO	**1995**	**2000**	**2005**
Francia	91,11	86,81	96,59
Alemania	111,68	131,25	126,47
Italia	99,16	127,26	155,68
España	129,99	234,40	282,32
Portugal	90,77	116,11	168,50
Otros	**1995**	**2000**	**2005**
UK	98,03	110,19	138,68
Estados Unidos	96,81	108,54	124,78
Japón	99,21	100,63	84,91
HK-China	100,37	105,28	99,23

Fuente: elaboración propia en base a Beck et al. (2006)

Gráfico 14
Depósitos bancarios totales



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Cuadro 5
Evolución del tamaño del sistema financiero en países seleccionados (1991=100)
Indicador: Depósitos totales / PBI

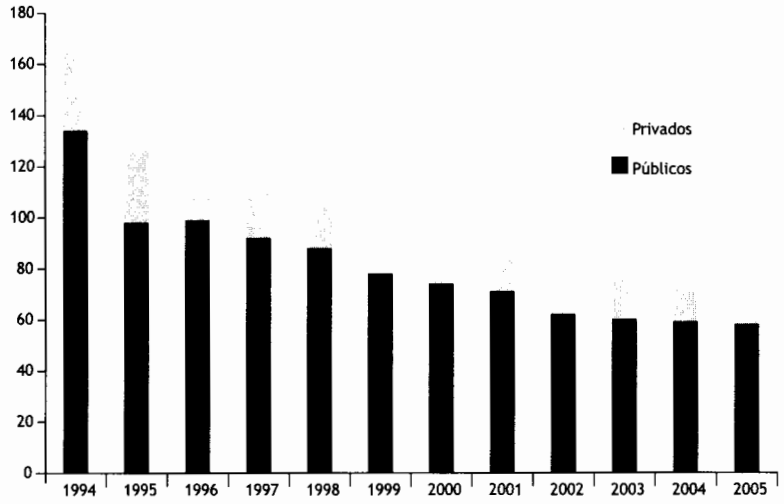
Zona MERCOSUR	1995	2000	2005
Argentina	270,14	452,13	359,19
Brasil	107,03	114,92	125,05
Paraguay	145,67	175,41	140,88
Uruguay	80,40	124,34	129,79
Venezuela	75,44	54,39	64,82
Zona EURO	**1995**	**2000**	**2005**
Francia	105,77	109,15	119,91
Alemania	108,57	170,31	185,20
Italia	95,17	86,55	93,04
España	119,24	120,29	118,82
Portugal	102,80	121,89	153,38
Otros	**1995**	**2000**	**2005**
UK	71,68	115,56	139,53
Estados Unidos	85,65	91,80	97,29
Japón	99,70	110,21	107,23
HK-China	92,10	167,74	209,91

Fuente.: elaboración propia en base a Beck et al. (2006)

En conclusión, en base a los indicadores usualmente utilizados para medir el tamaño del sistema bancario puede afirmarse que el sistema argentino es pequeño en comparación con los países con sistemas financieros basados en bancos. En la comparación con los países del MERCOSUR los resultados no son tan concluyentes, salvo si se comparan los sistemas financieros de Argentina y Uruguay. No obstante esto, todos los indicadores muestran que la década del noventa se caracterizó por un espectacular crecimiento del sistema bancario argentino-en particular en el primer lustro de dicha década. Posteriormente la crisis redujo la intermediación y en la post-convertibilidad el crédito al sector privado disminuyó en forma particularmente fuerte.

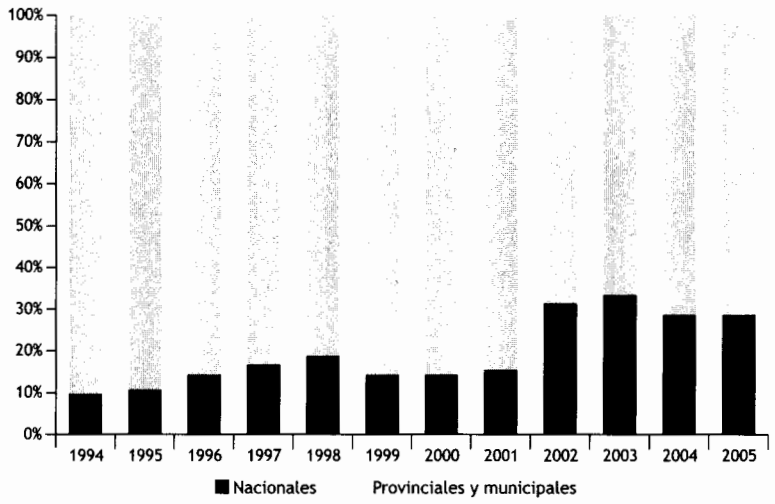
Un fenómeno que contribuyó a cambiar de manera sustancial la estructura del sistema bancario fue la reducción en la cantidad de bancos, fenómeno éste que se asocia tanto con las reformas como con la crisis. En la década de los noventa la cantidad de bancos se reduce a la mitad: de 165 bancos listados en 1993, hacia el año 2001 sólo quedaban 84. Luego de la crisis la cantidad de bancos siguió disminuyendo. En el gráfico 15 puede observarse que en el marco de este proceso hacia una mayor concentración desparecieron tanto bancos públicos como privados.

Gráfico 15
Cantidad de bancos



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Gráfico 16
Bancos de capital público



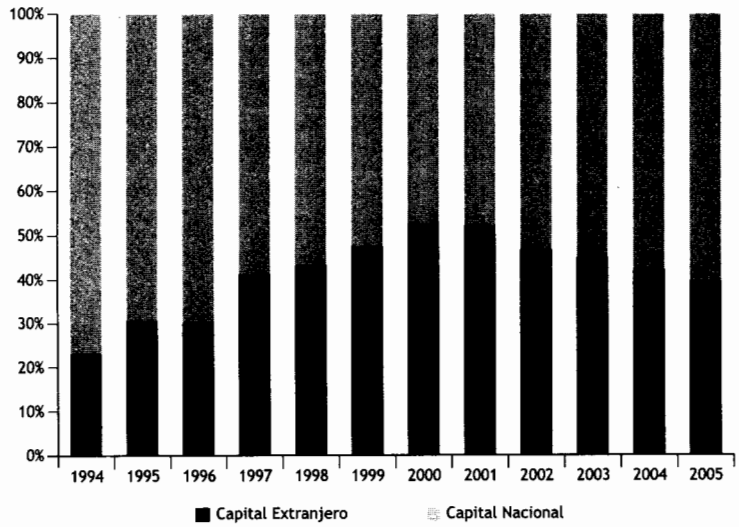
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En el contexto del ajuste de los bancos públicos, los que más se redujeron fueron los bancos provinciales y municipales: de representar un 90% del número total de bancos públicos en 1993 pasaron a representar un 83% en 2001. Este pro-

ceso se acentuó en la post-convertibilidad: para el año 2005 la cantidad de bancos públicos no nacionales representaba el 71% del total de bancos públicos. En la actualidad, aproximadamente un sexto de los bancos es de capital público.

La cantidad de bancos privados pasó de 134 a 71 entre 1993 y 2000. La mayor parte de esta reducción es explicada por la desaparición de entidades de capital nacional. De hecho, de un total de 103 bancos (incluyendo los cooperativos) nacionales en 1993, en el año 2000 sólo quedaban 35. Luego de la crisis, no obstante, la banca nacional recuperó terreno. La cantidad de bancos extranjeros se redujo a la mitad, mientras que se abrieron nuevas entidades de capital nacional. Una nota merecen los bancos cooperativos. Hacia 1994 existían 34 bancos cooperativos, lo que representaba un 23% del total de bancos del sistema. Durante los noventa 32 bancos desaparecieron. En la etapa de la post-convertibilidad, que parece marcar un cambio hacia los bancos de capital nacional, no se creó ningún banco cooperativo.

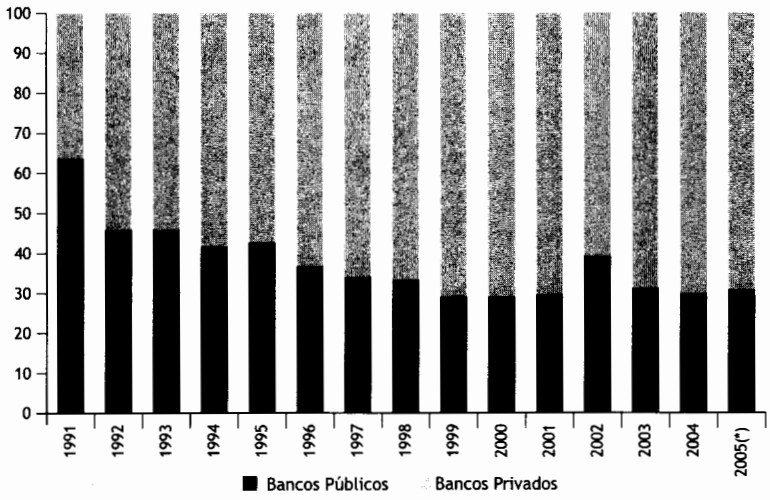
Gráfico 17
Bancos de capital privado



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

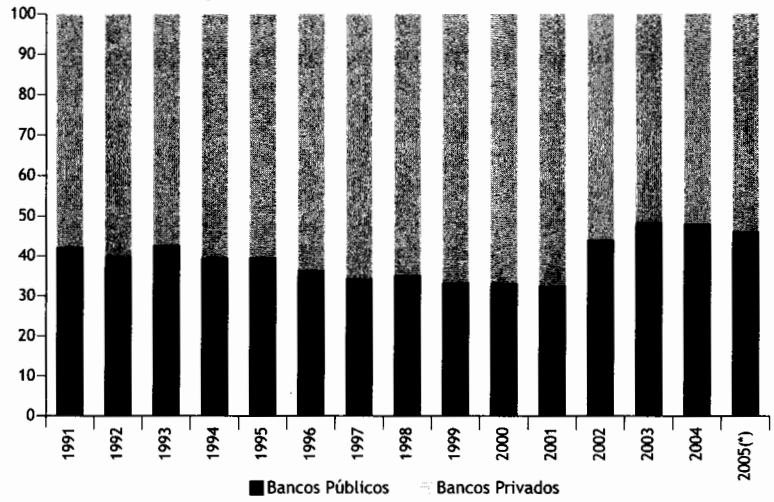
En lo que hace a la distribución de los préstamos por tipo de banco, la reestructuración de los noventa sesgó el otorgamiento de los préstamos hacia la banca privada, que llegó a colocar el 70% de los mismos en el año 2000, mientras que en 1993 sólo otorgaban un 55% de los préstamos. La crisis no cambió esta situación de manera significativa y las proporciones correspondientes a la banca pública y privada se mantienen en la etapa post-convertibilidad.

Gráfico 18
Préstamos del sistema bancario



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Gráfico 19
Depósitos del sistema bancario



Fte.: elaboración propia en base a BCRA

La asignación de depósitos entre bancos públicos y privados evolucionó en el mismo sentido durante los noventa. En 1993 la banca pública captaba el 42% de los

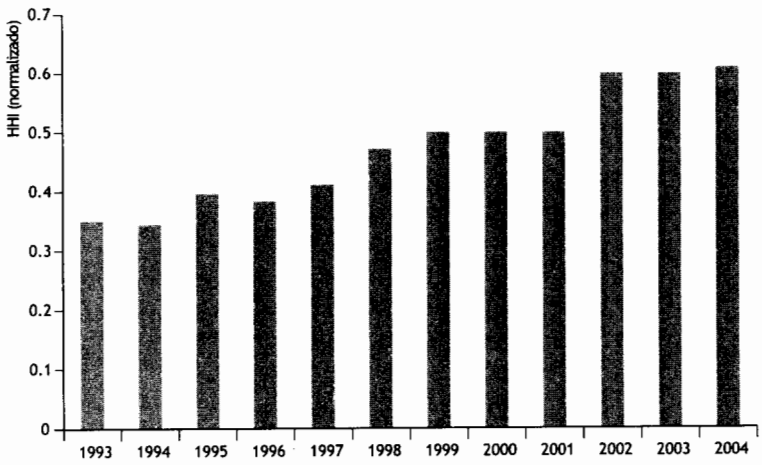
depósitos totales del sistema financiero mientras que hacia fines de los noventa captaba sólo el 33%. Con posterioridad a la crisis, sin embargo, además de existir una caída en el nivel agregado de depósitos se observó un pasaje del sector privado al sector público. Este hecho se consolidó en la post-convertibilidad; la captación de depósitos por bancos públicos alcanzó el 46 % de los depósitos totales del sistema en el año 2005 (ver gráfico 19).

Con el objeto de medir el grado de concentración en el sistema bancario utilizaremos dos indicadores. El primero es el índice de Herfindahl-Hirschman (H-H de aquí en adelante), definido en base a la suma de los cuadrados de las participaciones de mercado de cada firma. El gráfico 20 muestra el indicador H-H normalizado basado en los activos totales del sistema bancario, definido como:

$$H^* = \frac{\sum_i S_i^2 - \frac{1}{N}}{1 - \frac{1}{N}}$$

Donde S_i es la proporción de los activos de la institución financiera "i" en relación a los activos totales del sistema y N es el total de instituciones financieras[3]. Allí puede verse que, para el total de entidades, en los noventa la concentración aumentó: de 0.35 en 1993 a 0.51 en el año 2000. Es interesante notar que luego de la crisis el sistema se concentró aún más.

Gráfico 20
Índice de concentración bancaria

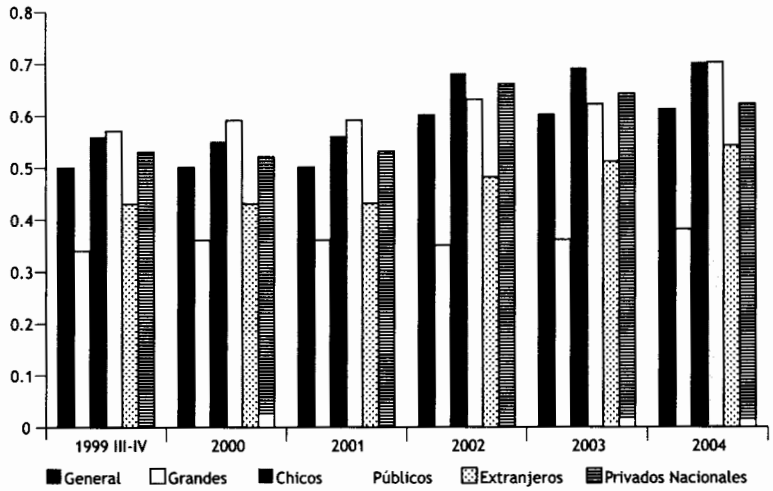


Fuente.: elaboración propia en base a BCRA

3 Se elaboró el mismo indicador, pero teniendo en cuenta los depósitos en vez de los activos totales. Los resultados no difieren substancialmente, por lo que no se presentan aquí.

Para explorar este hecho en mayor detalle recurrimos al índice de Herfindahl sectorial del sistema bancario (ver gráfico 21). Allí pueden detectarse algunos hechos de relevancia. El primero es que la concentración es mayor en el sector de los bancos pequeños (con menos de 1% del total de activos del sistema) que en los bancos grandes. El segundo, es que la concentración creció fuertemente en la esfera de los bancos públicos y, en menor medida, en los bancos de capital extranjero, mientras que disminuyó en el sector de los bancos de capital privado. El resultado final es que el sistema financiero post-convertibilidad es uno con pocos bancos públicos y pocos bancos pequeños.

Gráfico 21
Índice de herfindahl sectorial del sistema bancario argentino



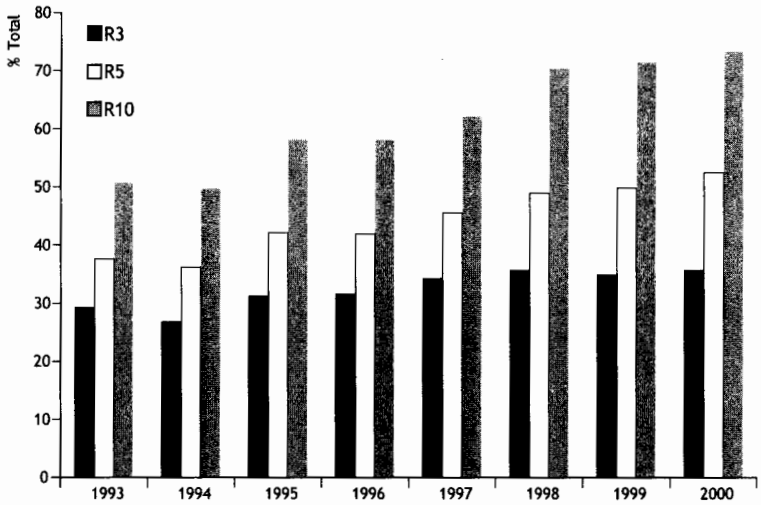
Fuente.: BCRA

El segundo indicador que utilizaremos para evaluar el grado de concentración es la proporción del agregado financiero que captan las instituciones financieras de mayor tamaño. En el gráfico siguiente se muestra la proporción de depósitos captado por las 3, 5 y 10 mayores instituciones financieras. Allí puede verse que si bien las 3 más grandes aumentaron su participación, son las diez primeras las que tomaron mayor protagonismo. Esto indica que la dinámica de concentración operó generando una mayor diferencia entre las primeras diez y el resto.

En suma, los indicadores de concentración de mercado indican claramente que existe una tendencia a una mayor concentración que, en principio, podría dañar la competencia y con ello la eficiencia. Sin embargo, hay que tener en cuenta que este fenómeno también tiene beneficios, relacionados con las economías de escala en la

selección de proyectos y monitoreo (V. Claessens y Laeven, 2005). Quizás, el problema de mayor envergadura es que dentro de este proceso puede haberse perdido parte de la capacidad del sistema de generar información sobre ciertos sectores y pequeñas empresas que eran atendidas por bancos cooperativos o entidades pequeñas con especialización regional que han desaparecido.

Gráfico 22
Concentración en el sistema bancario - Depósitos



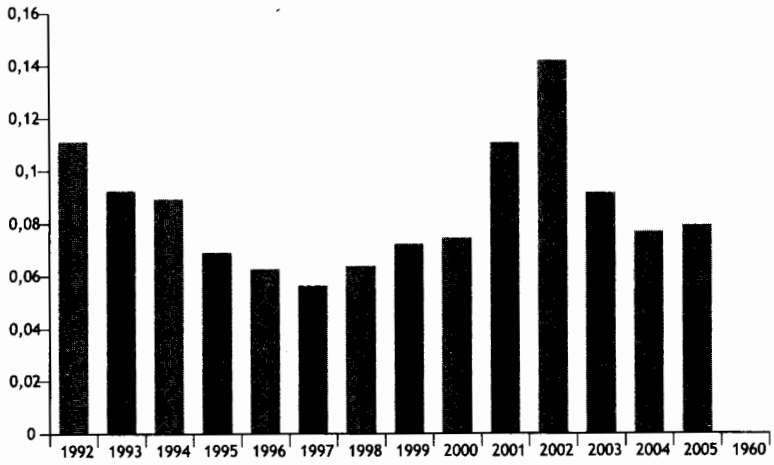
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

2.4. Eficiencia y rentabilidad

Con respecto a la eficiencia, el indicador usualmente utilizado es el *overhead* de costos sobre los activos totales, que muestra la incidencia de los costos fijos. Por construcción este ratio es muy sensible a las variaciones en el empleo y en los niveles salariales en las instituciones de crédito. En la comparación internacional el promedio para Argentina es alto. Por otro lado, el ratio parece moverse principalmente con el ciclo de crédito (ver gráfico 23).

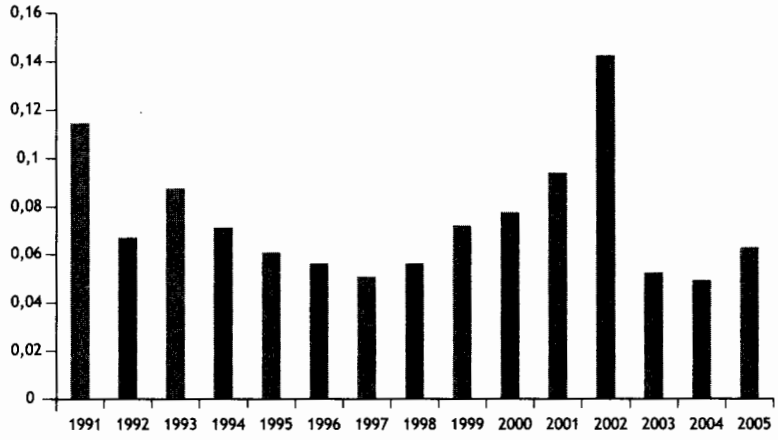
Con respecto a la rentabilidad, se suelen utilizar dos indicadores: el margen neto de interés y el retorno sobre los activos. Con respecto al primero, la evolución se muestra en el gráfico siguiente. Según este indicador, la rentabilidad habría sido muy alta en la crisis, muy baja en la post-convertibilidad y con forma de U en los noventa.

Gráfico 23
Sistema bancario: Overhead de costos/ Activos totales



Fuente.: elaboración propia en base a Beck et al. (2006)

Gráfico 24
Rentabilidad del sistema bancario



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

El gráfico 24 muestra adicionalmente un resultado aparentemente paradójico: el momento de mayor rentabilidad coincide con el momento de la crisis. El principal motivo detrás de esto se encuentra en la contabilidad que los bancos realizaron de los títulos públicos que el gobierno les otorgó como medida compensatoria con

posterioridad a la devaluación del peso. Esto se debió a que la pesificación del sistema financiero fue asimétrica, en tanto los depósitos en dólares se convirtieron a pesos a un valor de 1.40 pesos y se ajustaron por la inflación, mientras que los créditos se convirtieron a pesos a un valor de 1 peso por cada dólar de crédito otorgado. Los bancos imputaron contablemente estos títulos a partir de 2002, con anterioridad a haberlos recibido efectivamente. Así, la cuenta "compensación a recibir" del activo de los bancos ascendió hacia diciembre de 2002 a 17.111 millones de pesos, lo que representaba aproximadamente un 10% del activo total y el 60% del patrimonio neto. Adicionalmente, el stock de títulos públicos en tenencia de los bancos se valuaba contablemente a valor nominal residual, cuando en los hechos buena parte de la deuda pública se encontraba en *default*. Si se incorporan estas cuestiones a la hoja de balance de los bancos, el resultado financiero neto se vuelve negativo, lo que es consistente con el descalabro financiero que significó la última crisis en la Argentina (v. Corso, 2005).

3. MERCADOS DE VALORES

3.1 Globalización y mutaciones recientes en los mercados mundiales

Durante la actual etapa de globalización financiera los mercados de bonos se desarrollaron de manera significativa. Al respecto, Braun y Briones (2006) resaltan los siguientes hechos estilizados:

- En los últimos años, los mercados mundiales de bonos han crecido por encima del producto mundial. Así, mientras que en 1995 los mercados de bonos representaban un 53% del PBI, hacia 2003 representaban 70%.
- Hacia 2004 los mercados de bonos representaban cerca de un cuarto del PBI mundial, un 30% de la capitalización del mercado de acciones y un 17% del crédito doméstico al sector privado.
- La mayor parte de las emisiones de bonos se concentran en los países desarrollados. Estados Unidos y Japón, por ejemplo, concentran el 66% del total de emisiones de bonos (datos de 2004). América Latina (incluyendo el caribe), en tanto, representa menos del 1,5% del total.
- La mitad del stock total de bonos corresponde a emisiones del sector público (nuevamente para el año 2004). Esta relación se acentúa en los países en desarrollo (68% de los bonos los emite el sector público) y en América Latina en particular (79%).

Estos hechos indican que en el caso de las economías emergentes la participación en los mercados de bonos toma características particulares. En este sentido, cabe resaltar una serie de hechos. Primero, el sector público es el principal emisor quedando muy por delante del sector privado. Segundo, la profundidad de los mercados de bonos nacionales suele estar fuertemente influida por los movimientos de los flujos internacionales de capital, de tal manera que integración y profundización pueden ser difíciles de distinguir en la práctica. Tercero, los contratos de deuda –principalmente los de largo plazo- suelen estar denominados en moneda extranjera y, en ocasiones, la legislación aplicable puede también ser extranjera. Por último, como resultado de los puntos anteriores, el sector público puede verse envuelto en situaciones de alta vulnerabilidad que pueden generar dinámicas explosivas y episodios de volatilidad extrema (i.e. crisis).

En los últimos años, no obstante, la situación parece haber cambiado para un amplio conjunto de economías emergentes (Cf. Tovar y Jenneau, 2006) y, particu-

larmente, para las economías del MERCOSUR. El hecho más importante es que las economías del MERCOSUR están generando flujos superavitarios en la cuenta corriente, lo cual ha reducido la necesidad de financiamiento externo dentro de un contexto mundial en el que los EEUU han devenido en el mayor tomador de fondos prestables del planeta (Roubini y Setser, 2005). Esta nueva situación parece estar generando ciertas mutaciones. En particular, existe un proceso de desendeudamiento y de desdolarización de las nuevas emisiones de deuda, lo que contribuye a la estabilización y a la disminución en la probabilidad de una crisis futura.

En lo que sigue estudiaremos las características de los mercados argentinos de valores, con el propósito de analizar hasta qué punto la Argentina ha mutado su comportamiento. De esta forma, estudiaremos la evolución del mercado de bonos argentino desde una perspectiva comparada y analizaremos la evolución de los tres agentes emisores: el sector público no financiero, las empresas y el banco central.

3.2 Evolución reciente de los mercados de valores

Como lo mencionamos al comentar el gráfico 1, que muestra la participación de los diferentes mercados en la generación de crédito, en los últimos años ha habido una tendencia al aumento en la participación de los mercados de valores en relación al crédito bancario al sector privado que no fue una consecuencia de un mayor desarrollo financiero sino, básicamente, de las turbulencias financieras que tienen lugar a partir de 2001.

El cuadro 6 muestra datos comparativos que son de utilidad para evaluar el nivel de desarrollo de los mercados de valores argentinos sobre la base de estándares internacionales.

Del cuadro surge que el desarrollo de los mercados de acciones en función de la capitalización en relación al PBI es similar al de los países latinoamericanos grandes y mucho menor al de los países asiáticos del este y la OECD. Medido en función del *turnover* ratio, no obstante, el nivel del desarrollo es menor que en términos de *stocks*, lo que indica una baja liquidez del mercado. La situación de los mercados de bonos privados es cualitativamente similar.

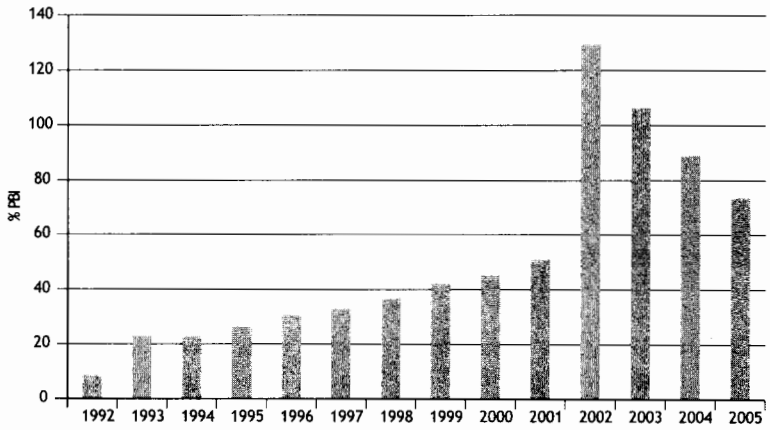
El gráfico 25 muestra la evolución de la emisión de deuda de tres agentes: el sector público no financiero, el sector corporativo y el banco central. Nótese que el stock de bonos pasó de representar un 8% del PBI en 1992 a representar un 51% en 2001. Posteriormente la devaluación y la pesificación que acompañaron la caída de la convertibilidad elevaron fuertemente la deuda pública – y de esta manera, a la deuda total- en relación al PBI. La renegociación de la deuda pública, con canje y quita, redujo luego este ratio hasta situarlo en 73,7% en el año 2005.

Cuadro 6
Indicadores de desarrollo financiero
Promedios 1990-2005, en %

Región / Indicador	Capitalización de mercado de valores / PBI	Valor total de las transacciones del mercado de valores / PBI	Turnover ratio del mercado de valores	Capitalización del mercado de bonos privados / PBI	Capitalización del mercado de bonos públicos / PBI	Crédito bancario al sector privado / PBI
Este de Asia y Pacífico	0,76	0,75	1,14	0,17	0,18	0,86
Europa y Asia central	0,17	0,06	0,38	0,01	0,21	0,28
América Latina y Caribe	0,70	0,51	0,66	0,35	0,46	1,00
Medio Oriente y Norte de África	0,31	0,04	0,27	0,05	0,08	0,17
Sur de Asia	0,28	0,13	0,49	0,08	0,28	0,33
África Subsahariana	0,26	0,04	0,15	0,05	0,14	0,28

Fuente: Financial Structure Database, World Bank

Gráfico 25
Tamaño del mercado de bonos (con atrasos del SP)

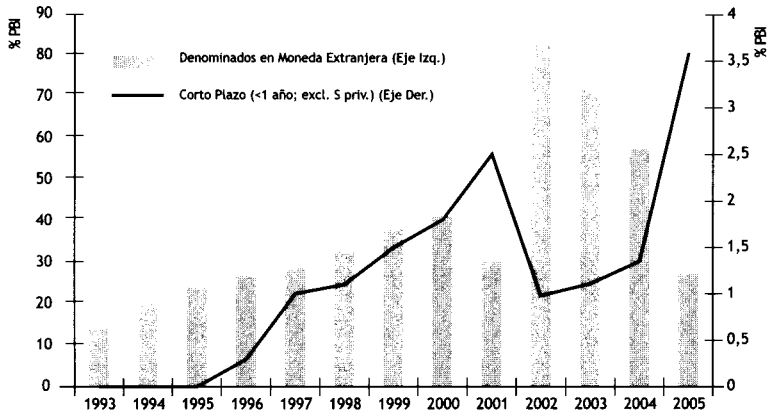


Fuente: Fernández et al. (2006)

Con respecto a la moneda de denominación y al plazo de denominación de los bonos, el gráfico 26 permite sacar dos conclusiones. La primera es que durante los noventa los bonos emitidos en moneda extranjera crecieron en una proporción mayor

al stock total de bonos. En 1993 un 60% de las emisiones se realizaba en moneda extranjera; hacia el año 2000 ese ratio ascendía al 90%. Luego de la salida de la convertibilidad la emisión de bonos se desdolarizó fuertemente, a tal punto de representar sólo un 37% del stock total para el año 2005. Con respecto a la duración, hemos considerado como corto plazo las emisiones con *maturity* menor a un año. Adicionalmente, se consideran sólo las emisiones del sector público consolidado. El gráfico muestra dos etapas de acortamiento relativo en los contratos de bonos: la segunda mitad de la década pasada y el período actual, en ambos casos llegando a superar los 2,5 puntos de PBI. La principal diferencia radica en la velocidad del acortamiento, más rápida en el segundo que en el primero.

Grafico 26
Dolarización y duración en el mercado de bonos de Argentina

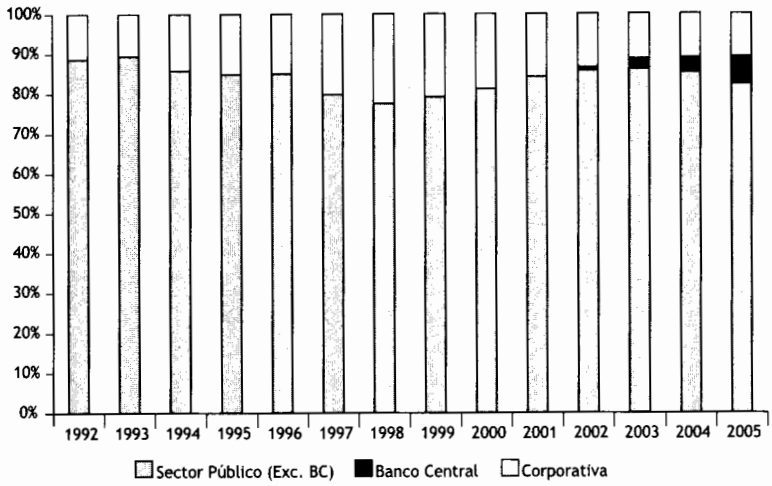


Fuente: Fernández et al. (2006)

3. 3 El sector público no financiero

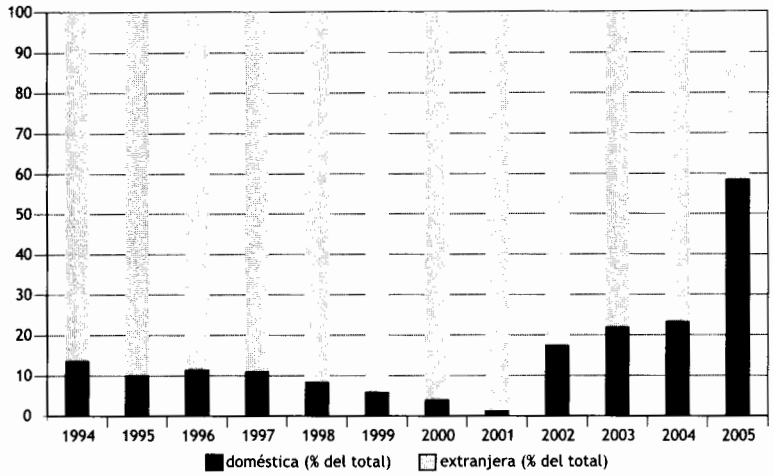
El gráfico 27 registra la participación relativa por tipo de emisor. Nótese que durante todo el periodo el principal emisor fue el sector público no financiero, aún por encima de los promedios mundiales y regionales mencionados más arriba. Sin embargo, a partir de 1996 se observó un crecimiento en la participación del sector privado, llegando en 1998 a representar más del 20% de las emisiones locales. Llamativamente, la caída relativa del sector público como emisor se sostiene hasta 2001, para sí empezar a revertirse luego de la crisis de 2002 y volver así a valores cercanos a los de principios de los noventa. Por último, nótese la creciente importancia de las emisiones del banco central en el último período.

Gráfico 27
Composición del mercado de bonos por tipo de emisor



Fuente: Fernández et al. (2006) y Levi Yeyati et al. (2006)

Gráfico 28
Stock de bonos del sector público no financiero por moneda de denominación



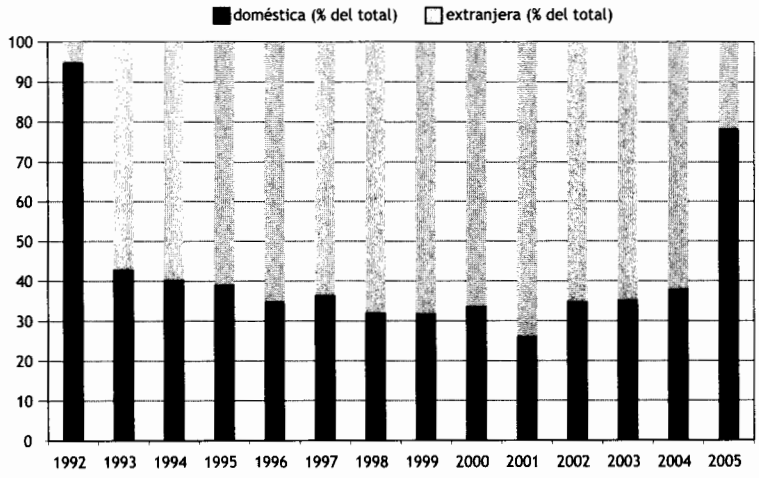
Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

Durante los años noventa, la mayor parte de la deuda del gobierno nacional estuvo denominada en moneda extranjera (ver gráfico 28). Esta tendencia se acen-

tuó hacia el final de la década, llegando a un máximo en 2001, año en el cual la deuda en pesos representó sólo el 1.3% del total. La salida del régimen de convertibilidad permitió revertir este proceso. Como efecto del canje de deuda de 2004, la deuda doméstica pasa a representar 58.7% del total de la deuda del gobierno nacional. Nótese entonces el que el fenómeno de dolarización y desdolarización del mercado de bonos, que vimos más arriba, refleja básicamente lo ocurrido con la emisión de deuda de un único agente: el sector público no financiero.

Otra forma de ver la dolarización del mercado de bonos es analizar qué normativa es aplicable. La evidencia disponible para el caso argentino se presenta en el gráfico 29. Si la ley local es la que rige, podemos decir que el bono que se emite es doméstico; si, en cambio, rige la ley de un tribunal extranjero, diremos que el bono es externo. A partir del Plan *Brady*, desde 1993, la mayor parte de la deuda emitida por el gobierno nacional estuvo bajo normativa extranjera. Al igual que en el caso de la denominación, la proporción de la deuda bajo normativa extranjera alcanza su máximo en 2001. En 2005 la reestructuración lleva el porcentaje de deuda bajo legislación argentina al 78,3%.

Gráfico 29
Dolarización del stock de bonos del sector público no financiero por normativa aplicable



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

Obviamente, la caída en la dolarización implicó un cambio en la unidad de denominación de los contratos. Al respecto, el gobierno generó un conjunto de alternativas. A los bonos nominales se le sumaron otros como bonos indexados a los precios y bonos atados a la evolución del PBI, que intentaban crear mercados de

bonos domésticos aún cuando desde la política monetaria no estaba definida el ancla nominal a largo plazo de manera precisa. En este marco, el mercado de bonos indexados con el nivel de precios creció fuertemente, hasta llegar a representar un 40% del stock total de bonos hacia el año 2005.

Con respecto a la duración, como se mencionó más arriba, la evidencia muestra un marcado crecimiento en la emisión de deuda de corto plazo en la segunda mitad de los noventa, pasando de representar 1% del stock de deuda del sector en 1996 a representar un 10,2% en 2001. Un punto interesante es el rol de las provincias en el endeudamiento del sector público consolidado. Como se observa en el cuadro 7, si bien las provincias participaron activamente en los mercados de bonos, lograron separar sus necesidades de financiamiento de los vaivenes de los mercados de bonos. La principal fuente de financiamiento fue el gobierno nacional, a través del Fondo Fiduciario.

Cuadro 7
Financiamiento de las provincias argentinas (1996-2005)

Año	Bonos	Deuda Total
1996	0,9	5,1
1997	1,3	4,0
1998	1,3	4,4
1999	1,7	5,8
2000	2,4	7,4
2001	4,4	11,2
2002	6,3	21,9
2003	3,8	18,8
2004	3,3	16,8
2005	2,6	14,2

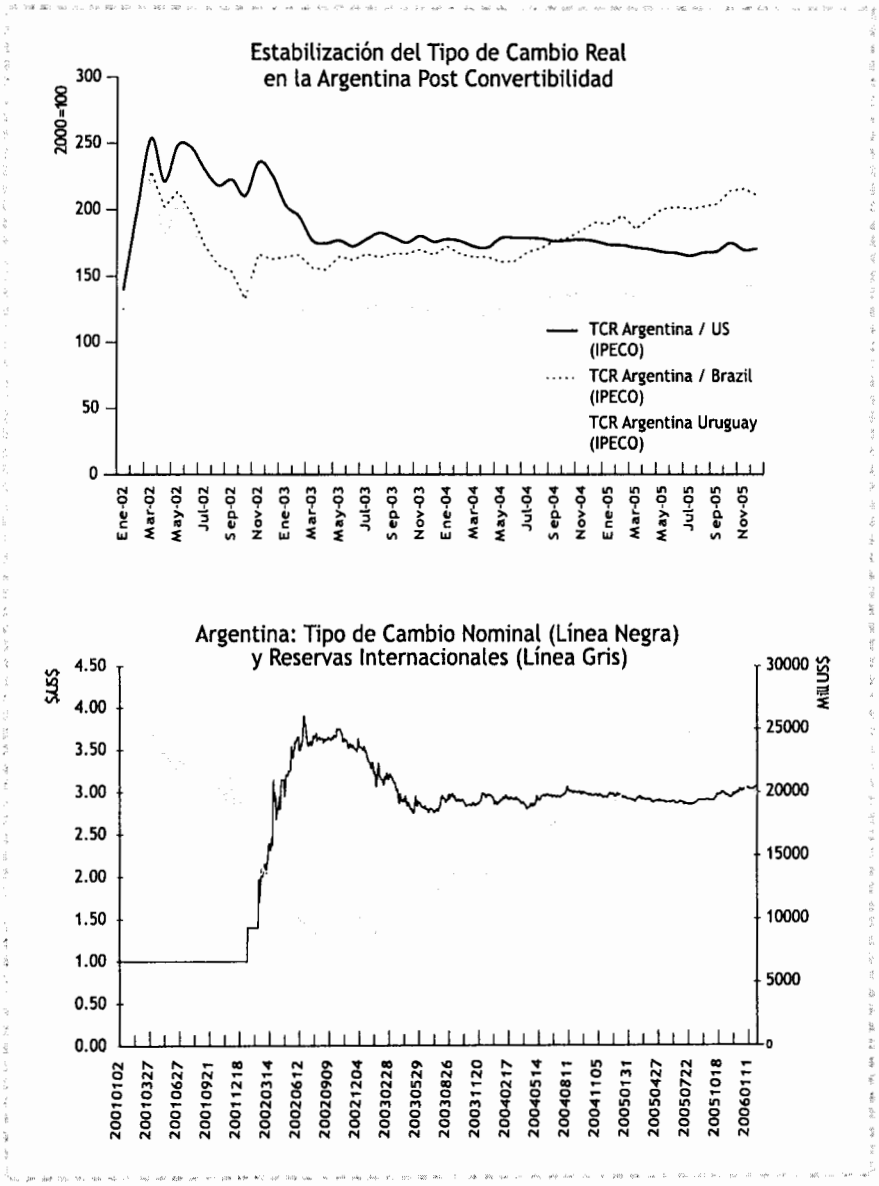
Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

3.4 El banco central

Un agente de creciente importancia en los mercados de bonos luego de la crisis es el banco central. A partir de mediados de 2003 el banco central inició *de facto* una política monetaria y cambiaria cuyo objetivo es controlar la evolución del tipo de cambio real a través del manejo del tipo de cambio nominal (V. Corso y Fanelli, 2006). En el panel siguiente puede observarse cómo el tipo de cambio nominal se mantuvo relativamente estable mientras que las reservas internacionales crecieron fuertemente reflejando el signo de la intervención del banco central. A la vez, el

segundo gráfico muestra que el tipo de cambio real se mantuvo en una banda pequeña, por lo que el objetivo cambiario logró cumplirse en todo el período.

Panel 3
El régimen cambiario en la Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Bajo un régimen de dominancia de la política cambiaria sobre la política monetaria, la cantidad de dinero guarda una relación estrecha con los intercambios de divisas entre residentes y no residentes: en particular, a mayor entrada neta de divisas, mayor la cantidad de dinero en circulación. Así, ante un aumento en la oferta de divisas como el que ocurrió en la Argentina en los últimos años de manera sostenida, es esperable un aumento en el stock de reservas internacionales en poder del banco central. Si la autoridad no desea convalidar pasivamente la tasa de inflación se verá obligada a esterilizar, como de hecho ocurrió. El cuadro siguiente muestra la evolución del stock de títulos del banco central. Nótese la creciente importancia de este stock en relación al PBI. Como los títulos del BCRA son de duración corta, ello explica casi completamente el ya mencionado acortamiento de la *maturity* en el mercado de bonos en los últimos años.

Cuadro 8
Deuda del banco central (% PBI)

Año	Moneda Extranjera	Nominal CP	Nominal LP	Index Precio CP	Index Precio LP	Index int. LP	Total
1998	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1999	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2001	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2002	0,21	0,98	0,00	0,00	0,00	0,00	1,19
2003	0,06	0,97	1,20	0,14	0,37	0,00	2,74
2004	0,04	0,93	0,80	0,42	1,15	0,00	3,34
2005	0,02	2,30	0,41	0,39	1,25	0,57	4,94

Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

3.5 El sector privado

La deuda emitida por el sector privado es baja en términos del PBI y más del 90% está denominada en moneda extranjera. El endeudamiento del sector privado fue creciente hasta 1999 y se estancó entre ese año y 2001. La crisis de 2002 significó un salto discreto en el tamaño de esta deuda como porcentaje del PBI. En 2005, la deuda en moneda extranjera volvió, en términos del PBI, a su valor pre-crisis, mientras que la importancia de la deuda en moneda doméstica no aumentó.

Una fuente alternativa de financiamiento desde 1995 lo constituyó la emisión de deuda respaldada por activos, i.e. los fideicomisos financieros. En el panel 4 se presenta la evolución de estos instrumentos de deuda financiera entre 1996 y 2005

Cuadro 9
Emisión de deuda privada (% PBI)

Año	Moneda doméstica		Moneda extranjera (1)	Total (2)	(1) / (2)
	Nominal	Indexada			
1990	0,00	0,00	0,05	0,05	100,00
1991	0,04	0,00	0,31	0,35	88,57
1992	0,20	0,00	0,78	0,98	79,59
1993	0,16	0,00	2,26	2,42	93,39
1994	0,18	0,00	3,05	3,23	94,43
1995	0,11	0,00	3,88	3,99	97,24
1996	0,10	0,00	4,50	4,60	97,83
1997	0,05	0,00	6,66	6,71	99,25
1998	0,08	0,00	8,16	8,24	99,03
1999	0,13	0,00	8,65	8,78	98,52
2000	0,14	0,00	8,40	8,54	98,36
2001	0,13	0,00	7,94	8,07	98,39
2002	0,29	0,01	16,96	17,26	98,26
2003	0,35	0,01	11,59	11,95	96,99
2004	0,38	0,00	9,34	9,72	96,09
2005	0,36	0,00	7,62	7,98	95,49

Fuente: Fernandez et al. (2006)

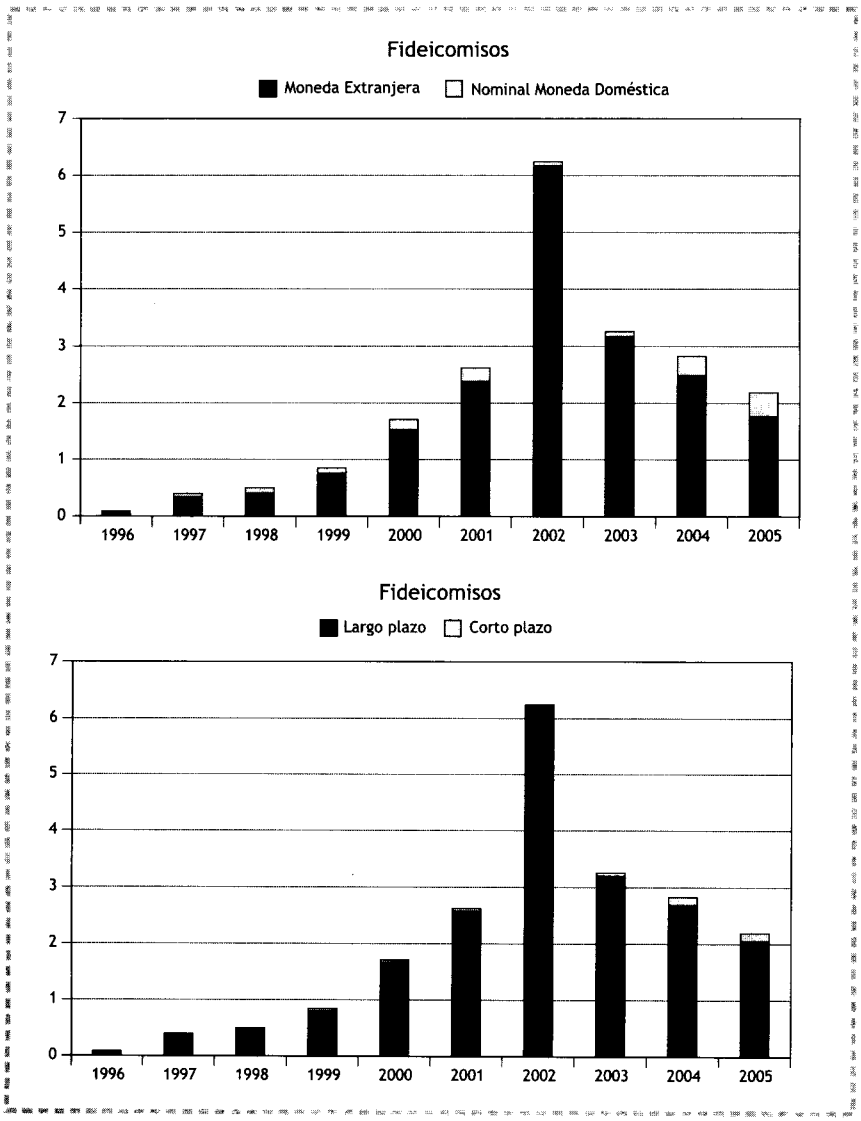
como porcentaje del PBI. Puede verse que la mayor parte está compuesta por instrumentos de largo plazo y en moneda extranjera. Hasta 2001 se observa una ligera tendencia al crecimiento en importancia de los fideicomisos en pesos. Pese a que esta dinámica se revierte entre 2002 y 2003, a partir de 2004 este proceso de desdolarización de los fideicomisos resurge con fuerza, junto con una mayor importancia de los fideicomisos de corto plazo.

El mercado de fideicomisos es de reciente creación. La "Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción" de 1995 creó el hasta entonces inexistente marco legal para la securitización de una variedad de activos mucho más amplia que el objetivo inicial de créditos inmobiliarios (por ejemplo, tarjetas de crédito y créditos personales).

Este segmento del mercado financiero fue el que mejor soportó la crisis de 2002 siendo, de hecho, los instrumentos que reabrieron los mercados de capitales. La mayor resistencia a la crisis se explica por motivos legales y económicos. Por un lado, este tipo de instrumento es distinto de los bonos corporativos dado que no entra en el balance de las firmas y tampoco está atado al *trust manager*. Por el otro lado, los fideicomisos están atados a una gran cantidad de pequeños deudores, lo que permite la diversificación de riesgo. Además, la proporción de morosidad entre

estos pequeños deudores fue relativamente menor a la de los bonos y deudas corporativas. Entonces, si bien los fideicomisos sufrieron la pesificación post-crisis, la combinación de activos encapsulados y deudores encapsulados hizo que este mercado se recompusiera muy rápidamente.

Panel 4
Los fideicomisos en Argentina



Fuente: IAMC (2006)

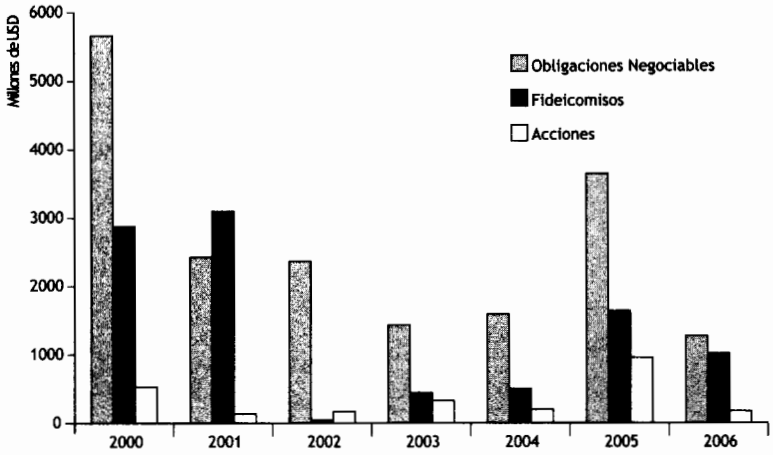
Los fideicomisos en Argentina son de muy corto plazo (muy pocos tienen una *maturity* mayor a un año), lo que hace que no existan mercados secundarios de importancia. Suelen estar denominados en la moneda del activo subyacente y reflejan, obviamente, el comportamiento de los sectores que los estructuran. En este sentido dos sectores fueron muy dinámicos luego de 2002: los vinculados a préstamos personales o tarjetas de crédito para financiar la compra de bienes de consumo durable, denominados en pesos y los relacionados con el financiamiento a pequeños y medianos productores agro exportadores, denominados en dólares con vencimiento más cercano a un año. Una de las particularidades de este mercado es que permitió a las PyMEs obtener financiamiento, gracias a que las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) pueden estandarizar "paquetes" de estos activos y hacerlos demandables por inversores institucionales como las AFJPs.

Otra fuente de financiamiento para el sector privado lo constituyen las acciones. El mercado de acciones de Argentina se concentra en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). El términos comparativos la evolución del mercado accionario es similar a la de Brasil y ampliamente superior a la de los demás socios del MERCOSUR. De hecho, en promedio para el período 1990-2005 la capitalización de mercado representó cerca del 30% del PBI para Argentina y Brasil, mientras que en Paraguay y Uruguay dicho ratio no supera el 10% (Cf. Beck et al., 2006). En el caso argentino son varios los instrumentos que componen la actividad bursátil: a los fideicomisos financieros explicados más arriba hay que sumarle los CEDEARs (certificados que permiten adquirir acciones de emisores del exterior), los ADRs (certificados de acciones de emisores domésticos que se transan en el exterior), obligaciones negociables (otorgan al obligacionista la opción de canjearlas por una cantidad de acciones representativas del capital social de la emisora, según una relación de conversión previamente estipulada) y acciones.

Con respecto a la estructura de la actividad bursátil, el gráfico 30 muestra la composición por tipo de instrumento correspondiente a la BCBA. Nótese allí que el ítem de mayor importancia es la emisión de obligaciones negociables, seguido por el fideicomiso financiero y muy por detrás por la emisión directa de acciones.

Con respecto al tipo de emisor, un par de cuestiones merecen atención. La primera es que la participación de las PyMEs en la bolsa de valores es muy baja, aunque de magnitud creciente en los últimos años. Efectivamente, mientras que en el año 2000 las PyMEs participaban en un 1,25% en el volumen de actividad bursátil, en el año 2006 lo hicieron en un 3,5%. Un análisis más detallado muestra que las fuentes de financiamiento de las PyMEs son cualitativamente distintas a las del resto de las empresas: los fideicomisos financieros y los pagos con cheques diferidos representan más del 90% de las emisiones de las primeras y menos de un 30%

Gráfico 30
Tamaño y composición de la actividad bursátil



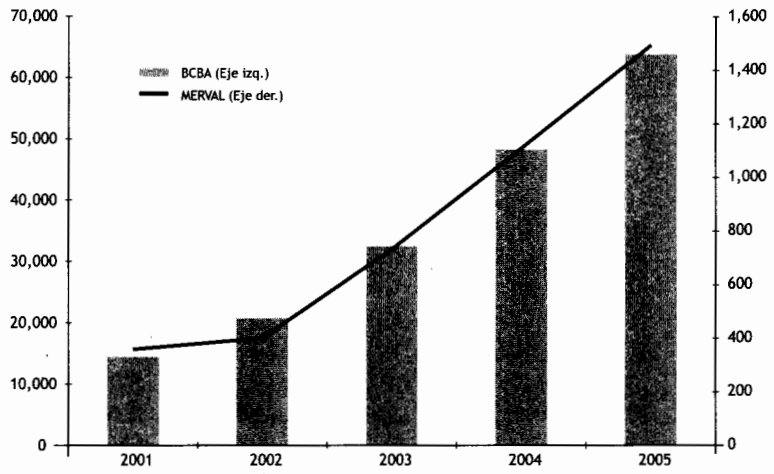
Fuente: Elaboración propia en base a datos del IAMC.

para las segundas. La segunda cuestión que merece atención es la participación sectorial en la emisión. Consistente con la política de tipo de cambio real alto, los sectores transables de la economía han tomado mayor importancia en las transacciones bursátiles. Hacia diciembre de 2003 un 42% de la capitalización bursátil correspondía al sector servicios, un 30% al sector financiero y un 28% a las actividades productivas; hacia diciembre de 2005 el sector servicios participaba en un 31% en la capitalización bursátil, un 34% el sector financiero y un 35% los sectores productivos.

Actualmente cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 105 empresas. Con respecto al volumen, las transacciones que involucraron emisión de acciones en el período 2002-2006 totalizaron 2492 millones de dólares, esto es, un 8,2% de la actividad bursátil total. La cantidad de suscripciones fue muy baja: 33 en todo el período mencionado. En los primeros años posteriores a la crisis, las emisiones tuvieron su causa principalmente en cuestiones de restructuración (un 70% aproximado); en el período 2004-2006 la emisión atendió primariamente a la recomposición del capital social (un 70% aproximado); así, recién en 2006 el grueso de la emisión de acciones (cerca de un 90%) tuvo como causa la necesidad de nuevo financiamiento.

La evolución de los valores de mercado se sigue a través de cuatro índices: el Merval, el Merval 25, el M.Ar. y el Burcap. El más utilizado es el primero, que computa el comercio de las 21 acciones principales. El gráfico 31 muestra su evolución en los últimos años, donde se observa la fuerte revalorización que ocurrió recientemente.

Gráfico 31
Evolución reciente del mercado bursátil



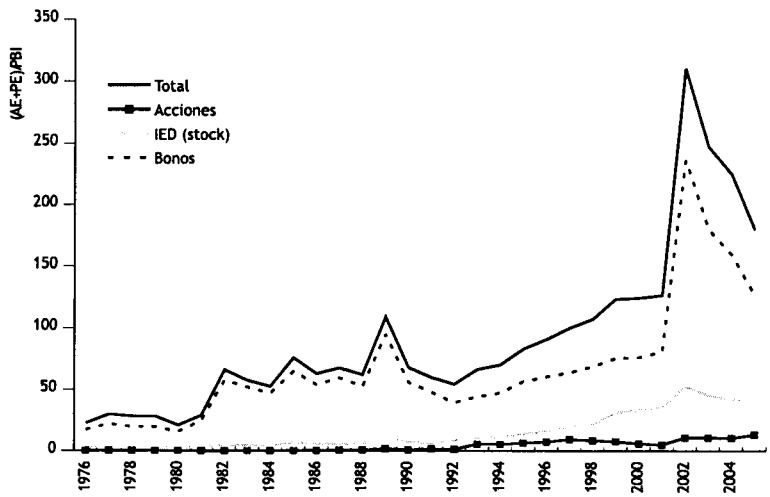
4. INTEGRACIÓN FINANCIERA, MERCADOS GLOBALES Y MERCOSUR

4.1 La evolución reciente de la integración financiera

En el contexto de globalización y reformas, el dilema para las economías emergentes no fue si integrarse o no al sistema financiero internacional, si no cuál debía ser la estrategia óptima de integración; esto es, qué secuencia de apertura debía seguirse y qué reglas había que aplicar para hacer consistente la arquitectura financiera doméstica con la arquitectura financiera internacional (Fanelli y Medhora, 1998). La Argentina no fue una excepción en este sentido: ha hecho ingentes esfuerzos por integrarse a los mercados internacionales, con resultados diversos.

El gráfico 32 muestra el grado de apertura financiera de la Argentina, definido como la suma de los activos y los pasivos externos por unidad de producto (Cf. Lane y Milesi Ferretti, 2006a). Nótese allí que, mientras en la década del 80 el crecimiento de los lazos financieros con el exterior fue moderado y volátil, en los

Gráfico 32
Apertura financiera en la Argentina
1976-2005



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Lane y Milesi Ferretti (2006a) y MECON (2007).

noventa fue más profundo y estable. Con acreencias y deudas nominadas en divisas, la salida de la convertibilidad elevó el valor del indicador; luego, la restructuración de la deuda externa pública y la política de desendeudamiento lo hicieron bajar en los años recientes.

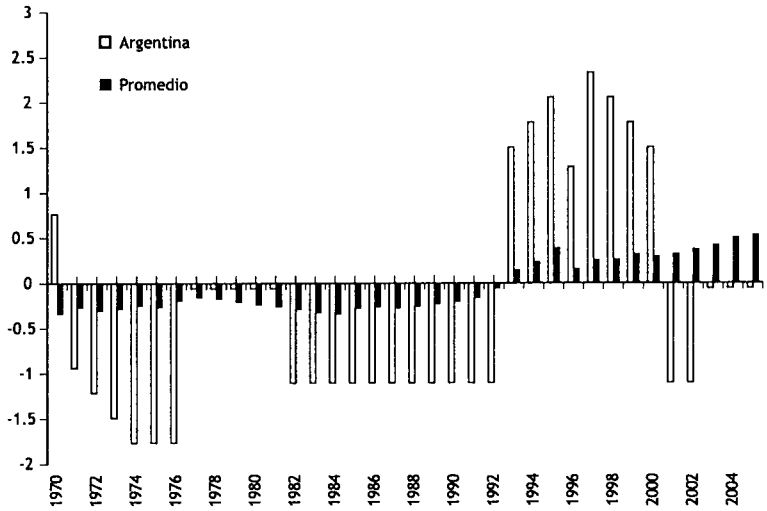
El gráfico indica que la integración aumenta en la década de los noventa y que aún sigue siendo alta, a pesar de la crisis. El proceso estuvo liderado por las transacciones en bonos y, además, se diversificó en relación a los ochenta; las transacciones relacionadas con la inversión directa y en acciones tomaron mayor relevancia, lo que es consistente con la hipótesis de que una mayor profundización financiera doméstica se relaciona con un esquema de integración menos intensivo en bonos (Faria et al., 2007). Por último, nótese que la integración de los mercados de capitales es extremadamente reducida en todo el período de análisis.

Una mayor integración financiera no implica que los mercados financieros estén unificados. De hecho, la dependencia corporativa del financiamiento externo a la firma es típicamente baja tanto en los países en desarrollo como en los países desarrollados (véase Aizenman *et al.* (2004) para los primeros y Bebczuk y Garegnani (2006) para los segundos). En ambos grupos de países más del 90% de la inversión bruta privada es autofinanciada. En los casos de Argentina y Brasil, Bebczuk (2000) estima que en el lapso 1990-96, solo el 4.1% y 5.7% de los gastos de capital en Argentina y Brasil respectivamente tuvieron como fuente el endeudamiento externo. Esta contribución marginal del recurso externo –que tendría que haber "explotado" con el comienzo de la segunda globalización- es una consecuencia natural de las barreras de información y de otras que enfrenta el financiamiento externo a la firma.

El indicador utilizado previamente es *de facto*, es decir, se basa en los intercambios de activos financieros efectivamente realizados entre residentes y no residentes. En función de la literatura sobre integración financiera es posible medir también la integración en términos de regulaciones de la balanza de pagos. Baele et al. (2004), por ejemplo, sostienen que un mercado financiero integrado es aquel donde (a) todos los participantes potenciales tienen las mismas características; (b) todos los participantes enfrentan un mismo conjunto de reglas para administrar los activos financieros del mercado que se trate y (c) todos los participantes tienen igual capacidad para acceder a los activos mencionados. En ese sentido, Chinn e Ito (2005) desarrollan un indicador que combina información sobre la presencia de tipos de cambio múltiples, sobre restricciones en la cuenta corriente y sobre restricciones en la cuenta de capital, de manera que constituye un indicador *de jure* de integración financiera. Al respecto, el gráfico 33 muestra la evolución del dicho indicador para Argentina y para el promedio simple de los 181 países que componen la muestra (Chinn e Ito, 2007).

El hecho estilizado a nivel mundial es que se pasó de la represión financiera de Bretton Woods a una mayor liberalización hacia fines de la década del '70, libera-

Gráfico 33
Integración financiera de Argentina.
Medida *de jure*.



Fuente: Elaboración propia en base a Chinn e Ito (2007)

lización que retrocedió durante los ochenta y que se profundizó decisivamente en los '90. Esto se dio de manera suavizada y la integración *de jure* parece no haberse detenido. El caso de Argentina es distinto. Aquí parecen existir ciclos pronunciados en la regulación financiera, alternado períodos de "represión" (el primer lustro de la década del '70, el período 1982-1991 y el período 2001-2002) con otros de "liberalización" (segundo lustro de los '70; período 1992-1999).

4.2 La integración financiera regional

¿Cuánto de esa mayor integración financiera es regional? poco es conocido de los fondos que se trasladan en dirección sur-sur. Los datos son escasos. En 2003, alrededor del 10% de la IED tuvo su origen en países en desarrollo (ver UNCTAD (2005a)). Sin embargo, pese a su participación marginal, hay signos de que la IED Sur-Sur está creciendo en términos relativos. Según el Banco Mundial (2006) la IED Sur-Sur creció de un 15.5% en 1995 a 36.6% de los flujos totales a los países en desarrollo en 2003. La mayor parte de la IED Sur-Sur tiene lugar dentro de la región, pese a que este patrón no es uniforme entre los distintos países. Un ejemplo

Cuadro 10
Origen de activos de bancos extranjeros, por región (%)

Región receptora / Región emisora	Este de Asia y Pacífico	Europa y Asia Central	América Latina y Caribe	Medio Oriente y Norte de África	Sur de Asia	África Sub-sahariana	Países de altos ingresos	Total
Este de Asia y Pacífico	6,39						96,61	100
Europa y Asia central		1,84					98,16	100
América Latina y Caribe			4,78				95,22	100
Medio Oriente y Norte de África				8,91			91,09	100
Sur de Asia					0,74		99,26	100
África Subsahariana	0,07	0,03	0,02	0,29	1,99	14,12	83,48	100

Fuente: Coordinated Portfolio Investment Survey

Cuadro 11
Argentina: stock de IED entrante y comercio por regiones (*)

	1992			1997			2004		
	Partí-cipación de la IED entrante (1)	Partí-cipación comercial (2)	Ratio [(1)/(2)]	Partí-cipación de la IED entrante (1)	Partí-cipación comercial (2)	Ratio [(1)/(2)]	Partí-cipación de la IED entrante (1)	Partí-cipación comercial (2)	Ratio [(1)/(2)]
Europa	42,4	27,7	1,5	40,0	22,1	1,8	54,3	18,4	3,0
América del Norte	33,6	16,4	2,0	33,7	17,1	2,0	24,7	16,0	1,5
Chile	3,4	3,6	0,9	6,5	4,6	1,4	4,4	7,4	0,6
Otros países	3,5	18,6	0,2	5,9	26,5	0,2	7,7	22,9	0,3
Otras regiones	17,2	33,7	0,5	14,0	29,7	0,5	8,8	35,3	0,2
TOTAL	100,1	100,0		100,1	100,0		99,9	100,0	
Memo: Stock de IED	16.303			42.013			50.583		

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, MECON (datos de IED) y Centro de Economía Internacional Ministerio de Relaciones Internacionales (datos de comercio).

del foco regional es la distribución de la IED en la industria bancaria en el mundo, la cual muestra que los flujos Sur-Sur están por debajo del 20% en todos los casos (el máximo es observado en África Subsahariana con un 16.5%) y, con la excepción de África Subsahariana, esta IED es intra regional.

En lo que sigue trataremos de echar luz sobre los flujos financieros regionales, en particular entre Argentina y Brasil. Los datos de inversión de portafolio están tomados de la Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS, ver IMF, 2006). Para los datos de 2004, calculamos que la inversión de portafolio Sur-Sur fue un 16.4% del total. Ahora presentamos datos de IED bilateral e inversión de portafolio entre Argentina y Brasil, con distintas fuentes y años. La información de IED para 1992, 1997 y 2004 se muestra a continuación.

Desafortunadamente, las cifras argentinas oficiales no discriminan entre los otros países de América del Sur, pero es claro que son una parte pequeña, aun si incluyeran sólo la inversión brasileña. El valor es consistentemente bajo en los noventa y en 2000 y tiene un máximo en 2004. Combinando estos datos con los del Banco Central de Brasil, hemos confirmado que las inversiones brasileñas representan el 3.8% de la IED total entrante a Argentina en 2004. De acuerdo con las autoridades argentinas, la IED brasileña era extremadamente reducida antes de 2002. Brasil está quinto en el ranking entre países en desarrollo según el tamaño de su IED en otros países, después de China, Hong Kong, Singapur y Korea (véase UNCTAD 2005). Sin embargo, sólo el 2,4% de la IED realizada por Brasil entre 2001 y 2004 fue dirigida hacia la Argentina.

El cuadro 10 también incluye una columna de participación comercial (Trade Share), igual a la suma de las exportaciones bilaterales y las impostaciones como un porcentaje de las exportaciones totales más las importaciones y el ratio del stock de IED entrante sobre participación comercial. A la luz de la evidencia internacional sobre la fuerte correlación entre comercio y flujos financieros, este ratio provee una simple (aunque parcial) medida del potencial rol de una región o país en términos de flujos financieros totales. Dado que el principal socio comercial de Argentina es Sudamérica, con una participación del 23% en 2004 excluyendo Chile, su ratio IED/Comercio -de 0.2 y 0.3 1992-2004- parece bastante bajo comparado con Europa, América del Norte o aún Chile (3, 1.5 y 0.6 en 2004, respectivamente).

Los cuadros 12 y 13 que aportan datos de inversión de portafolio de CPIS apuntan en igual dirección. En 2004, la participación argentina como destino era sólo del 1.5% de sus activos internacionales totales. Los argentinos, a su vez, invirtieron sólo el 2.2% de su portafolio internacional en Brasil.

En suma, los datos disponibles confirman que el nivel de integración financiera entre Brasil y Argentina ha sido y continúa siendo bajo.

Cuadro 12
Brasil: Inversiones de portafolio internacionales, 2004

País de destino	Participación (% del total)
EEUU	31,7
Islas Caimán	12,2
Reino Unido	9,0
Francia	6,8
Bahamas	6,5
Austria	6,1
Islas Vírgenes	5,9
Luxemburgo	3,5
Portugal	2,9
Alemania	2,3
Uruguay	1,8
Bélgica	1,6
Argentina	1,5
Otros	8,2
TOTAL	100,0
Item: Inversión de portafolio total (mill. US$)	4.857

Fuente: CPIS

Cuadro 13
Argentina: Inversiones de portafolio internacionales, 2004

País de destino	Participación (% del total)
EEUU	82,5
Luxemburgo	6,0
España	4,1
Brasil	2,2
Alemania	1,6
Reino Unido	0,9
México	0,6
Otros	2,1
TOTAL	100,0
Item: Inversión de portafolio total (mill. US$)	14.741

Fuente: CPIS

5. FALLAS EN LA INTEGRACIÓN FINANCIERA REGIONAL.

En vista de la falta de desarrollo del sistema bancario y el reducido nivel de los flujos entre la Argentina y Brasil, los dos socios mayores del MERCOSUR, surgen una serie de preguntas: (1) ¿tiene sentido la integración financiera sur-sur?; (2) ¿existen barreras a la integración financiera entre Brasil y Argentina?; (3) ¿existen ganancias de integrarse financieramente aún no explotadas? (4) ¿qué explicaciones adicionales existen para la baja integración entre Brasil y Argentina?

5.1 ¿Tiene sentido la integración financiera Sur-Sur?

La literatura internacional establece que distintas fuerzas que favorecen los flujos Norte-Sur y Sur-Sur. Por un lado, Hausmann y Fernández Arias (2000) presentan el provocativo argumento de que las fallas de mercado en los países receptores hace a la IED más atractiva que hacer *outsourcing* o exportar el producto final, desafiando el argumento convencional de que un clima adecuado de negocios y recursos productivos e infraestructura son esenciales como factores "pull" (ver Borensztein *et al.* (1998)). Por ejemplo, una firma internacional puede tener mayor capacidad de evitar las restricciones financieras que usualmente afectan a los empresarios domésticos. De forma similar, las firmas extranjeras intensivas en tecnología pueden preferir llevar a cabo todo el proceso por el miedo a que los productores domésticos no respeten sus derechos de propiedad. Dadas las bien conocidas asimetrías tecnológicas e institucionales entre países industriales y en desarrollo, esta hipótesis da apoyo analítico en particular a la IED Norte-Sur.

Otra línea de investigación plantea que las similitudes culturales, lingüísticas e institucionales, así como la proximidad geográfica juegan un rol crucial y positivo. Esto es un argumento que aparece apoyando los flujos Sur-Sur, dado que la familiaridad permite a inversores extranjeros de países en desarrollo estar más dispuestos y mejor preparados para manejar los riesgos inherentes a los países en desarrollo *vis-a-vis* inversores basados en países industriales. La evidencia en este sentido ha sido producida por Lane y Milesi-Ferretti (2006b), los cuales explotan la base de datos de CPIS para establecer los determinantes de la tenencia de activos bilaterales tanto para países de la OECD como para países emergentes. Para estos últimos, concluyen que el comercio bilateral, la distancia, la diferencia horaria, el lenguaje común y el mismo origen colonial y legal son factores explicativos significativos.

Di Giovanni (2002), para M&A internacional y Van Horen (2006) para transacciones del sector financiero, obtienen resultados similares. Los argumentos de este último trabajo hacen que la falta de vínculos financieros entre Argentina y Brasil sea extraña, dado la misma herencia cultural y legal europea, la vecindad y los vínculos comerciales intensificados por la unión aduanera lanzada en 1991.

Otra explicación popular de la preponderancia de la inversión Norte-Sur sobre la Sur-Sur es que los países industriales tienen abundancia relativa de capital y, por lo tanto, el capital debería migrar de los primeros a los últimos para aprovechar el diferencial de retornos. Lucas (1990) y Caselli y Feyrer (2005) desafían esta visión al señalar el rol compensador de la productividad total de los factores, el costo de los bienes de capital y la presencia de externalidades, todo lo cual tiende a estimular el producto marginal del capital en países desarrollados. Dado lo complejo de medir adecuadamente el retorno del capital, es difícil determinar la dirección esperada de los flujos de capitales.

Mientras que la discusión previa gira alrededor de determinantes macroeconómicos, el enfoque microeconómico sobre la IED involucra un conjunto bien conocido de factores motivantes: (i) asegurar insumos particulares no disponibles localmente, tales como recursos naturales o trabajo calificado o barato, (ii) ganar acceso al mercado de un país, (iii) explotar las economías de escala o alcance, y (iv) la diversificación de riesgos. Dado el objetivo explícito de explotar las potencialidades de un espacio económico común, es posible argüir que estos factores macroeconómicos deberían tener un papel relevante en el caso del MERCOSUR.

El problema que plantean estas diferentes perspectivas a la hora de utilizarlas para arrojar luz sobre las causas de la escasa integración entre la Argentina y el Brasila es que generan predicciones ambiguas.

5.2 ¿Existen barreras a la integración financiera entre Argentina y Brasil?

Una causa que usualmente juega un rol en los argumentos sobre la falta de integración es la presencia de obstáculos legales y regulatorios, reflejados en las reglas impuestas a los flujos de capitales entrantes y salientes, incluyendo las regulaciones de *red tape*. Estos obstáculos aumentan los costos de transacción entre residentes y no residentes. Las instituciones, a su vez, entran en escena al determinar la calidad de la protección de los derechos de acreedores y accionistas y los costos en general de hacer negocios. Esta es, no obstante, una causa poco plausible para explicar el bajo grado de inversión bilateral debido a

que en los noventa a los inversores extranjeros se les dio igual tratamiento que a los inversores locales. Para racionalizar las bajas inversiones brasileñas comparadas con otros países, debería haber habido alguna discriminación contra Brasil y a favor de otros países. Claramente, este no fue el caso. De hecho, UNCTAD (2005b) revisa todos los acuerdos bilaterales y multilaterales entre países en desarrollo y muestra que Argentina y Brasil tienen tratamiento preferencial mutuo, reforzando la idea de que las barreras legales no pueden ser pensadas como una restricción activa. Después de la crisis, el principal obstáculo fue la regulación impuesta por Argentina sobre el mercado cambiario en 2002 (ver el Comunicado No.48507, 04-03-2006, Banco Central de Argentina), pero estas regulaciones perdieron fuerza a medida que el país equilibró su situación externa.

Un hecho que habla a las claras de la falta de un sesgo en contra del capital foráneo es la gran participación de capitales extranjeros en el grupo de las mayores firmas del país.

Cuadro 14
Producto Bruto de las mayores 500 firmas por origen del capital. En % del total

Año	Accionistas locales	Accionistas extranjeros con menos del 50% del capital	Accionistas extranjeros con más del 50% del capital	Total
1993	40,0	26,2	33,8	100
1994	36,5	26,9	36,6	100
1995	35,7	19,1	45,2	100
1996	31,4	17,1	51,5	100
1997	27,5	11,5	61,0	100
1998	25,7	11,8	62,4	100
1999	24,4	9,9	65,7	100
2000	20,9	10,9	68,1	100
2001	20,7	10,3	69,0	100
2002	18,5	7,0	74,5	100

Fuente: INDEC

La penetración extranjera ha tenido lugar en actividades primarias e industriales, pero también en el sector financiero. De acuerdo a nuestra revisión, el marco normativo no parece dar lugar a asimetrías lo suficientemente críticas como para explicar la falta de un mercado financiero bilateral más activo. Los marcos legales de los mercados bancarios, de seguros y de capitales sin estar completamente en línea con los estándares internacionales considerados óptimos, las diferencias no parecen crear barreras prohibitivas a la inversión extranjera en general y a la de

origen brasileño en particular. Las entrevistas llevadas a cabo a operadores de Argentina y representantes de organismos internacionales confirmaron esta hipótesis.[4]

La principal desventaja del marco regulatorio de Argentina es el *enforcement* efectivo. La masiva laguna regulatoria en los mercados financieros luego de la reciente crisis ejemplifica el contraste entre buenas reglas y malos *enforcements*. Esta deficiencia también se muestra, más allá del episodio de crisis, en los procesos de supervisión de los mercados de capitales y la industria de seguros.

Sin embargo, estos problemas identificados no parecen haber sido lo suficientemente fuertes como para desalentar la inversión directa en el sector financiero de Brasil y otras fuentes. Como vimos más arriba, buena parte de los bancos privados que operan en la Argentina son ramas extranjeras o subsidiarias que concentran una lata proporción de los activos totales del sistema -Banco Itaú y Banco do Brasil, dos grandes bancos brasileños estaban entre ellos. Estos datos son aún mayores que a finales de los noventa, sugiriendo una vez más que la entrada no ha sido dificultada por restricciones gubernamentales.[5]

En función de los conflictos posteriores a las crisis que enfrentaron los inversores extranjeros, una hipótesis plausible es que el capital brasileño no entró a la Argentina porque los inversores poseían una "ventaja comparativa" para evaluar la situación y anticipar los desequilibrios. Esto es, dada la similitud y frecuencia de las crisis macroeconómicas en ambos países, es posible que los inversores brasileños estuvieran en mejores condiciones de evaluar la real capacidad de la Argentina para hacer cumplir las reglas de juego de los noventa.

5.3 ¿Existen ganancias por la integración financiera entre la Argentina y Brasil?

La ausencia de buenas oportunidades de diversificación, usualmente invocada como otra razón para la inversión internacional, puede ser una explicación adicio-

4 Hemos consultado los documentos producidos por el de Trabajo 4 -Comisión de Sistema Financiero- of Mercosur y hemos tenido entrevistas con algunos de los reguladores argentinos en estos temas de integración. En lo que concierne a los mercados de capitales, la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB) ha sólo ha identificado obstáculos menores a las transacciones bilaterales y al listado que son fácilmente removibles con enmiendas regulatorias.

5 Es posible preguntarse porqué esta inversión directa en el sistema bancario no contribuye a fomentar los flujos multilaterales y bilaterales. Una explicación factible es que la estrategia de los bancos multinacionales es aprovechar la bancarización subdesarrollada de los países receptores, buscando ganar participación de mercado en la intermediación de ahorro doméstico dentro del mismo país y no fomentar los flujos de capitales con su casa matriz u otros países.

nal. La cuantificación de las ganancias de la inversión en el extranjero es sin dudas un ejercicio controversial, dado que los resultados dependen del tipo de inversión, del horizonte de planeamiento, y del período en el cual el retorno y el riesgo son computados. Presentaremos a continuación datos y correlaciones que serán útiles para dar una idea de los potenciales beneficios netos de un brasileño haciendo negocios en Argentina utilizando para esto los retornos del mercado de acciones y los tipos de cambio reales.

Tal como muestra la literatura financiera, la diversificación internacional puede ayudar a mejorar la *perfomance* del portafolio. Sin embargo, un hallazgo robusto en todo el mundo es que los agentes tienden a sobreinvertir domésticamente, en lo que se ha llamado "home bias" (ver Lewis,1999). Este análisis es comúnmente basado en el popular modelo CAPM y descansa en los retornos esperados, volatilidad y correlación de los mercados de acciones nacionales. Es este espíritu, presentamos información de Argentina, Brasil y otros mercados en los cuadros 15 y 16.

Desde la perspectiva de un inversor procedente de Brasil, Argentina no parece un mercado interesante, al menos en el período bajo análisis: el retorno promedio es menor que el de Brasil (1.7% contra 2.8%), muestra el mismo desvío estándar (0.158) y la correlación de los retornos (0.29), si bien es baja, no lo es tanto si se la compara con la correlación promedio de Brasil con otros mercados de acciones (0.33). Más allá de esto, la concentración de liquidez en unos pocos activos y la falta de buenos estándares de *governance* corporativo son obstáculos adicionales en esta dirección (ver Bebczuk, 2005).[6]

Cuadro 15
Retorno y riesgo de mercados de valores seleccionados, 1997-2004. En U$S, valores mensuales

Índice Bursátil	Media	Desvío estándar
MERVAL Argentina	0,017	0,158
BOVESPA Brasil	0,028	0,158
ISPA Chile	0,017	0,077
IGBC Colombia	0,017	0,096
IPyC México	0,015	0,099
IGBVL Perú	0,023	0,116
IBC Venezuela	0,010	0,128
DOW JONES EEUU	0,010	0,042

Fuente: Panigo y Pasquín (2006)

6 Sin embargo, esta conclusión, y las que forman parte de otros estudios de portafolio, debe ser tomada con cautela,, dado que se debe tener en cuenta que las correlaciones en pares de mercados de los retornos aumentan significativamente en tiempos turbulentos vis-à-vis períodos de calma. Dado que la diversificación es de ayuda en los malos tiempos, los beneficios de la diversificación deben ser valorados con cuidado.

Cuadro 16
Retornos de mercados de valores: Matriz de correlaciones, 1997-2004

Mercado Bursátil	MERVAL Argentina	BOVESPA Brasil	ISPA Chile	IGBC Colombia	IPyC México	IGBVL Perú	IBC Venezuela	DOW JONES EEUU
MERVAL Argentina	1							
BOVESPA Brasil	0,29*	1						
ISPA Chile	0,37*	0,47*	1					
IGBC Colombia	0,22*	0,06	0,18*	1				
IPyC México	0,45*	0,45*	0,49*	0,14	1			
IGBVL Perú	0,23*	0,27*	0,35*	0,23*	0,44*	1		
IBC Venezuela	0,27*	0,23*	0,22*	0,25*	0,24*	0,13	1	
DOW JONES EEUU	0,27*	0,46*	0,47*	0,12	0,47*	0,16*	0,21*	1

** significativo al 5%*

Fuente: Panigo y Pasquín (2006)

Para evaluar la real significación y robustez de estos hechos, no obstante, es necesario considerar las ganancias por diversificación en inversiones reales. Con este fin, computamos las EBIT (ganancias antes de intereses e impuestos) y el ingreso neto (ambos escalados por stock de capital) para todas las firmas listadas en Argentina y Brasil en el período 1991-2004. El promedio mostrado en cuadro 17 deja un mensaje mixto: en todo el período, las firmas brasileñas fueron ligeramente más rentables que las argentinas, pero esta ventaja se desdibuja cuando se analizan los distintos períodos, medidas de retorno y desvíos estándar (dado que los últimos son generalmente más altos en Argentina). Donde las ganancias por diversificación son difícilmente cuestionables es en lo que respecta a la correlación: el coeficiente simple de correlación entre los retornos medios y medianos (presentado sólo por robustez) fueron negativos en todo el período y positivos pero bajos desde 2001. Esta evidencia micro es consistente con el trabajo macro de Fanelli y González Rozada (2003), quienes documentan que los factores idiosincrásicos (opuestos a los de ciclos regionales a nivel MERCOSUR) explican una gran parte de la variación del producto doméstico de Argentina y Brasil.

Para una firma productiva brasileña que evalúa un plan de inversión en Argentina, el tipo de cambio real es una variable clave. Si la compañía quiere usar su planta argentina para exportar a terceros países, se enfocará en el tipo de cambio real del Argentina contra los Estados Unidos (u otros países). Si, por el contrario, el plan es producir en Argentina y vender en el mercado brasileño, el tipo de cambio bilateral entre Argentina y Brasil es el relevante. En lo que sigue, presentamos estos tipos de cambio reales y el de Brasil y Estados Unidos en el período 1992-2006.

Cuadro 17
Media y Desvío Estándar del EBIT y del ingreso neto (%) (*)

	EBIT Argentina	EBIT Brasil	Ingreso Neto Argentina	Ingreso Neto Brasil
1991Q1-2004Q3	2,0	1,8	0,1	0,3
	2,8	*1,6*	*3,1*	*1,6*
1991Q2-2000Q4	2,3	1,1	0,2	0,0
	3,2	*1,1*	*3,4*	*1,6*
2001Q1-2004Q3	1,3	3,5	-0,4	1,2
	1,0	*1,3*	*1,9*	*1,5*

(*) Escalado por stock de capital laggeado. Media y desvío estándar en la primera y segunda línea, respectivamente.

Fuente: elaboración propia en base a Economatica.

Cuadro 18
Correlación contemporánea entre la media y la mediana del EBIT y del ingreso neto entre las firmas listadas en Argentina y Brasil (*)
Datos trimestrales- 1991-2004

	EBIT (Media)	EBIT (Mediana)	Ingreso Neto (Media)	Ingreso Neto (Mediana)
1991Q1-2004Q3	-0,17	-0,18	-0,08	0,07
1991Q2-2000Q4	-0,15	-0,15	-0,12	0,12
2001Q1-2004Q3	0,29	0,27	0,25	-0,08

(*) Escalado por stock de capital laggeado.

Fuente: elaboración propia en base a Economatica.

Tomando el tipo de cambio real bilateral de Brasil y Estados Unidos como *benchmark*, la inversión directa en Argentina parece, *ex post*, haber sido una decisión rentable, particularmente en el período post crisis (2002-2006). Más aun, la fuerte correlación negativa entre los tipos de cambio reales Brasil-Estados Unidos y el Brasil-Argentina implica que invertir en Argentina puede haber sido una buena estrategia de manejo de riesgo para un productor brasileño de transables.

La conclusión de este análisis es que, desde la perspectiva de un brasileño, parece haber habido algunos beneficios de hacer inversiones directas (aunque no de portafolio) en la Argentina.

En suma, como un experimento mental, es indisputable que un mercado financiero unificado generaría beneficios notables por la vía de la generación de econo-

Cuadro 19
Tipo de cambio real, 1992-2006
Promedios de valores mensuales, enero de 1992=100

	Media	Desvío estándar
Enero 1992 - Junio 2006		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)	117,0	28,6
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	87,3	14,2
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	136,3	34,5
Enero 1992 - Diciembre 2001		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)	98,6	3,4
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	86,3	13,3
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	116,5	15,0
Enero 2002 - Junio 2006		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)	158,0	13,3
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	89,4	16,1
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	180,2	23,2

Fuente: Centro de Economía Internacional, Ministerio de Relaciones Internacionales.

Cuadro 20
Matriz de correlaciones de tipos de cambio real
Promedios de valores mensuales, enero de 1992=100

	Media	Desvío estándar
Enero 1992 - Junio 2006		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)		
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	0,275	
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	0,767	-0,389
Enero 1992 - Diciembre 2001		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)		
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	0,759	
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	-0,632	-0,977
Enero 2002 - Junio 2006		
Tipo de cambio real Arg-EEUU (1)		
Tipo de cambio Bra-EEUU (1)	0,732	
Tipo de cambio real Arg-Bra (1)	-0,354	-0,883

(Todos los coeficientes son significativos al 5%)

Fuente: Centro de Economía Internacional, Ministerio de Relaciones Internacionales

mías de escala y mayor liquidez. Esto a su vez debería atraer nuevas firmas y sectores en los mercados de capitales, con sucesivas rondas de profundización de mercado. Igualmente importante, un sistema financiero más inclusivo debería aumentar las oportunidades de diversificar riesgos entre sectores productivos y debería fomentar el uso de instrumentos de cobertura ahora no utilizados. Sin embargo, los bajos niveles de desarrollo financiero, de acuerdo con indicadores estándar de crédito privado, capitalización de mercados de acciones y bonos, *turnover* y otros han impedido alcanzar un umbral de tamaño crítico. En tal contexto, la falta de competitividad de las entidades y de interés de deudores y acreedores, han tendido a perpetuar un mal equilibrio con baja intermediación y altos costos de transacción.

5.4 Explorando motivos adicionales para la falta de integración

Las variadas hipótesis y las evidencias presentadas hasta ahora en esta sección no alcanzan a dar una explicación conclusiva de la anémica integración financiera entre Argentina y Brasil. De hecho, parece haber significativos beneficios financieros y reales para el sector privado. Vale la pena, entonces, considerar algunas razones adicionales que son plausibles pero han sido en gran medida pasadas por alto en el debate.

(a) *Inestabilidad macroeconómica y tipos de activo*

Argentina y Brasil han sufrido inestabilidad macroeconómica crónica, reflejada en un débil crecimiento del PBI, alta inflación y tipos de cambio fluctuantes. Con esto de fondo, los inversores brasileños pueden no estar dispuestos a invertir en un país que, a primera vista, se parece mucho a su propio país en términos de riesgo sistémico. En otras palabras, ambos países parecen pertenecer a la misma clase de activos. Así, los brasileños pueden querer invertir en mercados que sean percibidos como menos turbulentos, aun antes de hacer una valoración financiera cuidadosa de oportunidades y riesgos.

(b) *Peso Problem*

La aseveración convencional sobre las fronteras eficientes para activos financieros o productivos para derivar los potenciales beneficios de la inversión internacional tienen la advertencia fundamental de que los inversores puedan atribuir una

probabilidad positiva y grande a futuros eventos de crisis, tales como grandes devaluaciones, expropiaciones y profundas recesiones. Tal como en el análisis clásico de Friedman, estos eventos pueden o no realizarse, pero modifican el proceso de toma de decisiones, deteriorando los flujos de capitales aun en la presencia oportunidades aparentemente rentables. Consecuentemente, las estimaciones de los retornos esperados y el riesgo basadas en información pasada pueden ser una aproximación pobre a los valores que los inversores realmente esperan.

(c) *Modelo de Benchmark*

Los datos disponibles implican que las reducidas conexiones financieras entre Argentina y Brasil son una característica común de otros flujos Sur-Sur, y que esto debería ser tenido en cuenta al evaluar la actual situación y proyectar su evolución en el futuro. Esto es, no puede ser rechazada la hipótesis de que el grado observado de integración sea un resultado de equilibrio. Dado que la Argentina es un caso extremo de inestabilidad, el caso de Chile, el país más estable y dinámico de América del Sur, puede ilustrar mejor este punto. En base a la inversión de portafolio de 2004, encontramos que la inversión brasileña representa el 0.04% del portafolio internacional total de Brasil y el 0.009% de la recepción de Chile de portafolio internacional. A su vez, tomando a América Latina como un todo, Chile recibe el 0.2% de su portafolio, mientras que invierte el 2.3% de su portafolio en la región. Esto nos lleva a pensar que un minucioso estudio de los determinantes de los flujos Sur-Sur debería preceder la discusión del caso específico que aquí se trata.

(d) *Falta de desarrollo financiero*

La experiencia global sugiere que la integración financiera con otros países es siempre una etapa que sigue a la de profundización financiera doméstica. La razón es fácil de comprender: para que un extranjero confíe su dinero en otro país, querría ver que los ciudadanos de ese país lo hagan primero –más técnicamente, esto puede ser descripto como una "cascada informacional"- a través de la cual algunos inversores toman una decisión sólo después de observar la acción tomada por un agente supuestamente mejor informado. En el caso de Argentina, el desarrollo decepcionante de los mercados bancarios, de acciones y de bonos, tanto antes como después de la crisis de 2001-2002, hace poco probable que los agentes de Brasil visualicen a Argentina como una alternativa atractiva en el futuro cercano. Igualmente difícil es establecer cuál es el umbral de profundización financiera doméstica necesario para que esto pase, pero el nivel presente de intermediación de Argentina no deja mucho lugar para el optimismo.

(e) *Otros motivos*

Las inversiones internacionales no son siempre guiadas por consideraciones puramente financieras o productivas, sino también de evasión impositiva. Siendo este el caso, el análisis económico estándar sería de poca utilidad en predecir la dirección de los flujos. En el caso específico de Brasil, UNCTAD (2004) plantea que al menos el 75% de los flujos salientes de IED de Brasil se dirigieron a paraísos fiscales tales como Bahamas, Bermuda y las Islas Vírgenes. Otro hecho importante es que el 97% de las inversiones de Brasil son dirigidas al sector de servicios, especialmente a finanzas y otras actividades de negocios. Esto implica que la falta de flujos de Brasil no se debe solamente a las condiciones poco favorables ofrecidas por Argentina sino también a los objetivos de las compañías de Brasil, las cuales parecen haber priorizado ciertos beneficios impositivos y financieros disponibles en otros destinos.

6. REFLEXIONES FINALES

Durante la etapa de la globalización financiera -y especialmente en los noventa-la Argentina incrementó los lazos financieros con el resto del mundo y liberalizó su sistema financiero doméstico. Sin embargo, no puede decirse que se hayan desarrollado instituciones financieras sólidas que aseguren el crecimiento económico; de hecho las fallas en la arquitectura financiera doméstica que detectamos en el trabajo (baja profundización, altos riesgos de moneda y de contraparte, corta duración de contratos, alta concentración, baja diversificación de instrumentos, etc.) y la falta de integración financiera plena (en particular en el ámbito del MERCOSUR) dan lugar a un sistema financiero muy frágil. Esta fragilidad se relaciona fuertemente con la inestabilidad del PBI (Cf. Carrera y Lanteri, 2007), por lo que el nexo entre crecimiento y finanzas sigue estando en el centro del debate.

Como el trabajo debe entenderse desde la perspectiva del MERCOSUR, para concluir nos preguntamos sobre el espacio para las acciones de política económica para la integración financiera regional que favorezcan el desarrollo financiero y el crecimiento económico. El análisis de las secciones IV y V ha resaltado el hecho de que las oportunidades disponibles para la integración financiera no parecen lo suficientemente atractivas para los jugadores del sector privado –recordemos que esto en principio no es una característica exclusiva de la Argentina o Brasil, sino una característica mundial. La brecha entre los beneficios sociales de magnitud y la apatía privada sugiere la presencia de alguna falla de mercado, dejando así algo de espacio para medidas de política. En particular, más integración financiera traería economías de escala, más liquidez y menos exposición a riesgo sistémico específico de cada país, con un impacto positivo en el desarrollo financiero y la estabilidad macroeconómica, aun cuando los participantes del mercado puedan estar privadamente indiferentes ante estos.

Claramente, los incentivos privados serían más fuertes bajo un esquema institucional más estable y más sano, dado que los agentes económicos reducirían los amplios intervalos de confianza que actualmente imputan a cualquier predicción de los beneficios esperados de la integración. Pero tomamos estas condiciones iniciales como un dato en esta sección. De hecho, hay un complejo equilibrio múltiple en juego: la cooperación financiera y la integración serían en buena medida sustitutos de la falta de buenas instituciones domésticas y apropiada profundización financiera, permitiendo completar y expandir los mercados. Pero al mismo tiempo un prerrequisito para tal cooperación financiera e integración es la presencia de una arquitectura macroeconómica/institucional aceptable demandada por los inversores extranjeros (incluyendo por supuesto a los brasileños). La gran escala de la integra-

ción no será alcanzada sin este paso, pese a que algunos modestos pasos iniciales pueden ser llevados a cabo en esta dirección bajo el liderazgo estatal.

Dado que la intervención no será en este caso una solución a las demandas privadas insatisfechas, no se recomienda empezar con medidas de gran escala sino con pequeños cambios. No es necesario decir que estos deberían estar acompañados por un gran consenso a nivel doméstico y del MERCOSUR. Nosotros proponemos empezar con los sectores que ya están sujetos a regulaciones extendidas y aceptadas, tales como la intermediación financiera. Por ejemplo, a los fondos de pensiones de Argentina les puede ser requerido que canalicen parte de sus inversiones internacionales a activos de Brasil, en especial a acciones que cotizan en el *Novo Mercado*, el segmento de compañías *blue chip* que muestran los mejores estándares de *governance* corporativa y de liquidez (ver Gledson de Carvalho y Pennacchi (2005) para un análisis de este mercado Premium). Una vez identificadas un conjunto de firmas comparables en Argentina, esto debería convertirse en una regulación de dos vías. Se deberían iniciar negociaciones similares para establecer relaciones de crediticias entre bancos de Argentina (Brasil) y acreedores de Brasil (Argentina), con el punto inicial natural de los bancos que ya operan en el otro país.

Es probable que surjan dificultades en el camino. En primer lugar, no todas las reformas serán paretianas (en el sentido de crear ganancias para un país sin dañar al otro) en el corto y aun en el largo plazo. En un sentido relacionado, algunos sectores pueden sentirse negativamente afectados por la creciente competencia extranjera o por la reducción de su *market share*. Por ejemplo, en un escenario de flujos bilaterales de crédito entre el sector privado de ambos países, una canalización de ahorro doméstico hacia compañías extranjeras puede despertar resistencia en los sectores que pierdan financiamiento. Las recurrentes tensiones en el área comercial en el MERCOSUR, así como el estancamiento en las negociaciones relacionadas con las finanzas, dan soporte a esta idea. En segundo lugar, los gobiernos pueden no computar correctamente e internalizar los beneficios esperados –la discusión previa asumía *policy makers* sabios y benevolentes, un supuesto que parece un tanto heroico a la luz del registro histórico. Más aun, en tiempos de tensiones o crisis financieras, los riesgos de romper cualquier eventual acuerdo de cooperación financiera son significativos, dando lugar a un problema de inconsistencia temporal. Dado que los agentes han aprendido a anticipar este tipo de comportamiento político, el consenso social y la participación serán débiles excepto que la arquitectura institucional sea reformada creíblemente.

3

SISTEMA FINANCEIRO E INTEGRAÇÃO INTERNACIONAL: O CASO DO BRASIL

Francisco Eduardo Pires de Souza (UFRJ)
Fernando José Cardim de Carvalho (UFRJ)
Cecília Rutkoski Hoff (UFRJ)

SISTEMA FINANCEIRO E INTEGRAÇÃO INTERNACIONAL: O CASO DO BRASIL

1. INTRODUÇÃO

Duas características marcaram a evolução do sistema financeiro brasileiro (SFB) nos últimos vinte anos: transformação e abertura. A transformação manifestou-se no fortalecimento do sistema bancário doméstico, estatal e privado, até mesmo no período de agravamento do regime de alta inflação, ao final da década de 1980 e início da de 1990. Manifestou-se também no intenso crescimento dos mercados de títulos privados mais recentemente. A abertura, por outro lado, marcou-se por dois movimentos paralelos. O primeiro foi a iniciativa tomada pelo Banco Central do Brasil no sentido da liberalização da conta de capitais, ainda que seu poder para tanto fosse questionado até mesmo pelos defensores dessa medida. Em meados da primeira década do novo milênio, a conta de capitais no Brasil encontra-se de fato e de direito praticamente liberalizada. O segundo foi a abertura controlada do mercado bancário doméstico a instituições estrangeiras, motivada pelo estresse bancário que se seguiu à implementação do Plano Real em 1994. Ao contrário da abertura da conta de capitais, no caso da permissão de entrada a bancos estrangeiros o governo procedeu com grande cautela, mantendo, na verdade, as formas mais importantes de proteção aos bancos domésticos.

Muito embora o SFB tenha prosperado e evoluído durante o regime de alta inflação, a estabilidade de preços conquistada a partir de 1994 criou novas oportunidades de negócios para o setor, especialmente na introdução de novos instrumentos financeiros e abertura de novos mercados. Além disso, o governo federal contribuiu decisivamente para o avanço do SFB, não apenas através da atenção constante dada à modernização da regulação financeira, mas também na oferta de instrumentos de proteção contra riscos, sob a forma de títulos públicos com cláusulas especi-

ficamente desenhadas para permitir que as instituições financeiras pudessem fazer hedge contra riscos de juros e cambiais.

A despeito de seu desenvolvimento recente, o sistema financeiro brasileiro ainda revela distorções e atrofias, herdadas do período de alta inflação e elevada volatilidade macroeconômica - algumas delas comuns com outras economias da região - que precisam ser superadas como parte da construção das condições para um processo de crescimento sustentado. Neste sentido, a melhoria substancial dos fundamentos econômicos e a redução da volatilidade, no contexto mundial altamente favorável dos últimos anos, criou uma situação propícia para o desenvolvimento financeiro dos países do bloco. O presente texto parte desta premissa, e faz parte de um projeto mais amplo, que tem por objetivo central analisar as oportunidades e restrições existentes para a integração dos mercados financeiros no mercosul.

Nesse trabalho examinamos inicialmente, na seção a seguir, a evolução do SFB, detalhando as características apontadas nesta introdução. A abertura parcial do mercado bancário doméstico é, em particular, objeto de atenção, bem como as inovações financeiras que vem sendo introduzidas depois da estabilização de preços. Em seguida, descreve-se o processo de liberalização da conta de capitais promovida pelo Banco Central, de modo a permitir investigar o grau de integração financeira alcançado até o presente.

Na terceira seção são examinadas algumas tendências emergentes no sistema financeiro brasileiro, bem como alterações na regulação que são relevantes para pensar o futuro da integração financeira com o Mercosul. A seção 4 encerra o trabalho explorando algumas lições da experiência européia e de algumas iniciativas locais nos campos da integração financeira e da cooperação monetária.

No seu conjunto, o presente trabalho fornece uma visão das principais características estruturais do sistema financeiro brasileiro e das relações financeiras com exterior, que serve como base para uma avaliação do potencial e das possibilidades relativas à integração financeira do Mercosul.

2. O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

2.1 Introdução

O Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) do novo milênio é resultado de dois conjuntos principais de elementos. Em primeiro lugar, sua estrutura foi moldada por reformas financeiras implantadas em meados dos anos 1960, quando se importou para o país uma estrutura financeira similar à então adotada nos Estados Unidos. Esta estrutura se caracterizava pela segmentação dos mercados, assentada sobre a especialização funcional das instituições, como estabelecido na Lei Glass/Steagal. Na sua versão local, a legislação brasileira estabeleceu a separação entre as atividades de captação de depósitos e realização de empréstimos bancários, reservadas aos bancos comerciais, e aquelas de mercado de capitais, a serem desenvolvidas por instituições específicas: os bancos de investimento. Além disso, instituições especiais foram também criadas para ofertar crédito ao consumidor, que financiariam a aquisição de bens de consumo duráveis através da emissão de letras de câmbio. Essas instituições desempenharam papel fundamental no apoio ao boom dos anos 1970, período que se tornou conhecido como o Milagre Brasileiro, quando a economia cresceu, ainda que por um curto período, a taxas anuais de dois dígitos. Bancos e associações privados de poupança também foram criados para financiar a construção e aquisição de residências, ao mesmo tempo em que se criava uma instituição pública para funcionar à maneira dos Landesbanken alemães, como um banco central para o segmento, o Banco Nacional de Habitação (BNH). Numa iniciativa paralela, em 1964 o governo militar recém-instalado criou também o Banco Central do Brasil.

Apesar da operação do sistema financeiro ser rigorosamente controlada pelo governo federal, que estabelecia taxas de juros e comandava a alocação de uma proporção amplamente majoritária dos créditos concedidos por bancos privados de modo a favorecer certos setores da economia, pode-se dizer que o SFB contribuiu positivamente para a sustentação do boom de 1968 a 1973.

Um fator chave por trás da capacidade demonstrada pelas instituições financeiras de responder às demandas da economia foi a introdução da indexação de contratos a partir de 1964, originalmente restrita a títulos da dívida pública de mais longo prazo, mas que se espalhou gradualmente para outras classes de contratos, inclusive no setor privado.

A referência à indexação nos traz para o segundo elemento essencial a moldar o SFB no novo milênio: o comportamento da inflação. Depois de cair gradual, mas consistentemente, por cerca de sete anos, a inflação voltou a crescer ainda na pri-

meira metade da década de 1970, particularmente após o primeiro choque do petróleo. Por volta da metade desta década, as taxas de inflação flutuavam em torno de 50% ao ano, mas ao seu final, depois do segundo choque do petróleo, um novo patamar se estabeleceu, em torno de 100% anuais. A partir daí o sistema de indexação de contratos construído para permitir o convívio com taxas relativamente altas de inflação, evitando a adoção de políticas de choque, gradualmente se desfuncionalizou[1]. A inflação média se acelerou de forma inexorável, com interrupções temporárias associadas à sucessão de planos de estabilização ortodoxos e heterodoxos adotados, até finalmente a chegada do Plano Real em 1994.

A aceleração da inflação até meados da década passada foi talvez o mais importante fator a moldar a evolução do SFB hoje em operação, mesmo passados mais de dez anos da sua interrupção e controle. A introdução da indexação de contratos no Brasil se deu em 1964 para permitir o financiamento de déficits públicos pela emissão de títulos em um contexto de manutenção de altas taxas de inflação, como o que persistiu até o final daquela década. Os primeiros contratos de dívida indexados foram precisamente títulos de dívida pública de longo termo (ORTN). A disseminação da indexação de contratos pela economia permitiu ao sistema financeiro não apenas manter-se funcionando, como também expandir-se, já que o público manteve o uso da moeda local como meio de pagamento (em paralelo à unidade de indexação como moeda-de-conta), mantendo, assim, o uso de depósitos à vista nos bancos comerciais. A cesta nocional de bens que servia como a nova moeda-de-conta não induziu a substituição de moedas, como ocorreu em outros casos de alta inflação. Com a passagem do tempo, e mesmo com a aceleração da inflação, as instituições financeiras operando no Brasil tornaram-se capazes de suprir ativos líquidos protegidos contra a alta de preços, impedindo assim qualquer desintermediação financeira. Dessa forma, mesmo tendo a moeda local perdido, naturalmente, os papéis de moeda-de-conta e de reserva de valor, a indexação generalizada impediu a dolarização e o conseqüente esvaziamento do sistema financeiro local, permitindo, ao contrário, ao SFB não apenas sobreviver, mas, na verdade, a se manter altamente lucrativo[2].

A aceleração da inflação, no entanto, mudou a estrutura da SFB. Em particular, a segmentação criada pelas reformas de meados da década de 1960 não sobreviveu a ela. Alguns dos mercados que foram criados nunca realmente se consolidaram. Em particular, e com conseqüências importantes tanto para o futuro imediato e mediato, os bancos de investimento logo desapareceram ou, para aquelas instituições que mantiveram a denominação, mudaram o foco de suas atividades para o financiamento ao consumo. A crise da bolsa de valores de 1971 tornou impossível a expansão dos mercados de ações por muitos anos. A aceleração inflacionária, por outro lado, tornou impossível desenvolver um mercado de títulos privados de lon-

1 Cf. Carvalho (1993).

2 Cf. Souza, Silveira e Carvalho (2006) e Carvalho (1998), pp. 304ss.

go termo. Por um lado, porque os investidores potenciais não estavam dispostos a encarar as incertezas do investimento de longa duração numa economia crescentemente instável, preferindo apostas em títulos que ofereciam taxas de retorno garantidas, inclusive contra a inflação. Os tomadores potenciais, por outro, nunca aceitaram emitir títulos de longo termo com cláusulas de indexação, justificadamente temerosos de aceitar compromissos financeiros que os obrigariam a honrar custos financeiros que cresceriam com a média das altas de preços, aceitando o risco de que suas receitas se defasassem em relação àquela média, já que a previsão do comportamento futuro da inflação (e, portanto, dos custos financeiros a ela indexados) se tornava cada vez mais difícil de ser feita em um ambiente de crescente incerteza.

A lacuna derivada da inexistência de créditos domésticos privados de longo prazo foi em grande medida preenchida pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES. Esta instituição, que foi criada no início da década de 1950 para financiar investimentos em infra-estrutura, tornou-se o principal instrumento do governo para dar sustentação às elevadas taxas de investimento nos anos 70 do século passado, sobretudo na fase em que foi completada a industrialização pesada sob a égide do II Plano Nacional de Desenvolvimento. Nas suas três primeiras décadas de existência, o objetivo do BNDES era financiar a replicação, no país, da estrutura industrial moderna existente nas economias avançadas. Porém, mesmo depois de implantada esta estrutura industrial, o BNDES continuou sendo uma peça chave do sistema financeiro do país. Assim, na conturbada década de 1990, além de comandar o processo de privatização, o BNDES contribuiu para preservar a estrutura industrial pré-existente (em meio ao desafio representado pela abertura e pela apreciação cambial) ao operar seus financiamentos de forma anticíclica e com juros razoavelmente estáveis, quando comparados à volatilidade das demais taxas (Castro, 2006). Apenas recentemente, como será comentado mais adiante, fontes alternativas domésticas de recursos de longo prazo começaram ganhar relevância[3].

Outra lacuna no sistema financeiro – a do crédito imobiliário – foi agravada pela aceleração da inflação na década de 1980. De fato, o setor de financiamento habitacional passou por uma profunda crise naquele período, quando muitas instituições, inclusive o BNH, fecharam suas portas. Com a aceleração da inflação, a maioria das financeiras que supriam crédito ao consumidor também encerraram atividades.

Assim, ao se chegar à década de 1980, praticamente apenas o segmento bancário do SFB prosperava. No entanto, não foi a atividade clássica do banco comercial

3 Ainda assim o peso do BNDES continua a ser decisivo. Tenha-se em conta, a respeito, que os desembolsos do BNDES em 2006 foram de R$51,3 bilhões (US$23,6 bilhões), e que o saldo de suas operações ao final daquele ano corresponderam a 19% do total do crédito do sistema financeiro.

que prosperou, porque a oferta de créditos a tomadores privados a esta altura era praticamente inexistente. Os bancos brasileiros especializaram-se, na verdade, em duas funções relacionadas: processar pagamentos e investir em dívida pública. A alta inflação, por causa do conhecido efeito Tanzi, mantinha o governo sempre esfomeado por recursos. A manutenção da capacidade de colocação permanente de grandes volumes de dívida pública no mercado era essencial para manter qualquer resquício de estabilidade macroeconômica ainda existente em um ambiente de crescente desintegração. Isso significava que o governo estava disposto, na maior parte do tempo, a aceitar qualquer demanda do setor financeiro destinada a persuadi-lo a manter títulos públicos em carteira. Assim, não apenas esses títulos eram remunerados a taxas amplamente compensadoras, mas o governo e as autoridades monetárias permaneciam sempre prontos a oferecer qualquer forma de hedge ou garantia que as instituições financeiras demandassem contra possíveis adversidades futuras. Mecanismos como a zeragem automática das carteiras de títulos públicos dos bancos, por exemplo, pela qual o banco central acomodaria qualquer necessidade de reservas que os bancos sofressem em resultado de suas operações com títulos públicos, foram amplamente utilizados no período. Em 1994, com o Plano Real, acreditava-se que esses mecanismos seriam abandonados. No entanto, a combinação de altos rendimentos com baixos riscos, que caracterizava o mercado de dívida pública, criou hábitos que parecem muito mais difíceis de erradicar do que se esperava. Passados treze anos da adoção do bem-sucedido plano de estabilização, um grande número de analistas ainda culpa a imbatível combinação risco/retorno oferecida por títulos públicos pelo subdesenvolvimento dos mercados de títulos privados no país.

A estrutura do SFB foi finalmente alterada formalmente em 1988, quando o Banco Central permitiu oficialmente a existência de bancos múltiplos, a denominação local para os bancos universais de estilo alemão, encerrando a experiência com a segmentação de mercados. As novas regulações permitiram que grupos financeiros desenvolvessem atividades bancárias tanto comerciais quanto de investimento, além de outras, sob uma mesma direção. Na verdade, imperfeições da legislação adotada nos anos 1960 já tinham permitido a formação *de facto* de bancos universais. A decisão de 1988 apenas tornou esta mudança oficial. Nos anos seguintes, praticamente todos os bancos comerciais, além de um punhado de instituições financeiras não-bancárias, se tornaram bancos múltiplos.

A evolução recente do SFB não mudou a natureza básica da estrutura financeira brasileira, que permanece baseada em bancos. Como se verá, os mercados de títulos vem se expandindo no país nos últimos anos, mas não apenas eles ainda estão longe de representar uma alternativa efetiva como fonte de recursos para agentes privados, como também se constata que os bancos participam ativamente dessa expansão.

2.2 O setor bancário depois do Plano Real

Era amplamente compartilhada a expectativa de que a estabilização de preços, alcançada a partir de 1994, induziria mudanças profundas na operação do SFB. Esta expectativa, até o momento, não foi realmente validada, embora algumas mudanças importantes, ou potencialmente importantes, tenham realmente ocorrido.

Talvez a mais compartilhada das expectativas de mudança tenha sido a referente ao foco das atividades do setor bancário. Acreditava-se que a estabilização de preços seria acompanhada pelo re-equilíbrio fiscal, reduzindo a demanda do estado por financiamentos e enfraquecendo a posição de barganha do sistema bancário vis-à-vis o Tesouro. Sob essas condições, os rendimentos de títulos públicos deveriam cair, levando os bancos a buscar aplicações alternativas, aumentando assim a oferta de crédito a tomadores privados, tanto firmas quanto consumidores.

De fato, foi isto que aconteceu nos primeiros meses após a reforma monetária de 1994, que marcou a conclusão do plano de estabilização em si, como se vê na tabela 1. A oferta de crédito cresceu rapidamente no segundo semestre de 1994,

Tabela 1
Operações de Crédito do Sistema Financeiro
var. % real anual[2]

	Total	Setor Público	Setor Privado		
			Total	Pessoa Física	Pessoa Jurídica[1]
1994	20,0	-5,3	27,2	109,6	23,1
1995	12,9	-5,1	16,8	33,9	15,3
1996	-3,4	8,4	-5,4	-4,0	-5,6
1997	2,8	12,9	0,8	54,0	-4,5
1998	-4,2	-53,3	6,8	14,3	5,5
1999	1,4	-13,1	2,8	0,5	3,2
2000	-0,2	-24,3	1,8	26,4	-2,4
2001	3,6	-21,5	5,2	34,3	-1,2
2002	-1,8	-36,2	-0,2	6,3	-2,1
2003	-4,5	20,6	-5,3	-6,9	-4,7
2004	8,4	19,1	8,0	18,1	4,7
2005	12,7	2,5	13,1	33,1	5,9
2006	16,2	-3,1	17,0	25,1	13,3

(1) Inclui crédito ao setor privado industrial, habitacional, rural, comercial e outros serviços.
(2) Dados deflacionados pelo IPCA acumulado em março de 2007.

Fonte: Banco Central do Brasil

sugerindo que os próprios bancos estavam engajados numa mudança de estratégia. A demanda de reserva por crédito sempre foi alta no Brasil, de modo que as perspectivas de crescimento do mercado eram avaliadas como altamente positivas. No entanto, esta tendência foi logo interrompida pela crise tequila do fim de 1994 e início de 1995. Em um contexto de abertura da conta de capitais, o governo combateu a fuga de capitais ocorrida durante a crise aumentando drasticamente a taxa de juros e impondo medidas severas de contração monetária e de crédito. A elevação drástica de taxas de juros, na verdade, se tornaria o instrumento padrão utilizado pelo banco central em episódios posteriores de crises de balanço de pagamentos para combater fugas de capital.

A crise tequila e suas seqüelas imediatas exerceram influência poderosa na determinação do modo pelo qual o SFB evoluiu desde então por pelo menos quatro razões. Primeiramente, ela levou os bancos a repensarem as mudanças estratégicas que começavam a implementar. Choques de taxas de juros sempre elevam o risco de crédito, e se episódios de fuga de capitais fossem se tornar mais freqüentes, seria de se esperar que choques de juros ocorressem também com maior freqüência, elevando significativamente o risco de emprestar a agentes privados. Em segundo lugar, percebeu-se que a estabilização de preços não implicaria necessariamente em estabilização macroeconômica. A inflação seria substituída por problemas no balanço de pagamentos como a principal fonte de distúrbios macroeconômicos nos anos que se seguiriam a 1994. Neste contexto, os riscos crescentes dos empréstimos a tomadores privados serviram para sublinhar a atratividade dos muito mais seguros títulos públicos. Terceiro, a incerteza gerada pelas crises de balanço de pagamentos despertou os investidores e o público em geral para o fato de que o fim da inflação não seria suficiente para colocar o país em qualquer rota de crescimento sustentado. A instabilidade do balanço de pagamentos gerou um sentimento "curto-termista" nos mercados financeiros tanto quanto a inflação o fez antes de 1994. Ou seja, a estabilidade de preços por si não foi suficiente para ancorar expectativas de longo termo a respeito das taxas de juros futuras e assim as curvas de rendimento no Brasil permaneceram truncadas nos segmentos de curto termo. Quarto, o endividamento público não caiu como esperado. De fato, ele cresceu no período, fazendo com que bancos pudessem continuar contando com as oportunidades de lucro oferecidas pela aplicação em dívida pública.

Assim, apesar das mudanças dramáticas no contexto macroeconômico acarretadas pelo fim da alta inflação, pouco realmente mudou para o setor bancário, pelo menos no curto e médio termos. Como no período anterior ao Plano Real, a principal atividade dos bancos permaneceu sendo a captação de depósitos para financiar a retenção de carteiras de títulos públicos que ofereciam rentabilidade excepcional a riscos negligíveis[4].

4 O impacto do Plano Real sobre o setor bancário brasileiro é examinado em detalhe em Carvalho (1998).

De fato, quando outra grande crise de balanço de pagamentos se gestava, em meados de 1998, o investimento em títulos públicos protegidos contra o risco de crédito não apenas era uma oportunidade muito lucrativa, mas também se tornou um importante instrumento de hedge contra o risco cambial (muito importante em uma economia onde era consensual o julgamento de que a moeda local encontrava-se amplamente sobrevalorizada)[5]. O Tesouro brasileiro emitiu títulos indexados ao dólar americano para impedir que expectativas de desvalorização cambial levassem a fugas de capitais e ataques especulativos contra o real. O título foi, de fato, amplamente aceito pelo setor bancário. Como conseqüência, quando a crise cambial finalmente ocorreu, em janeiro de 1999, os bancos brasileiros registraram lucros recordes, em contraste com a praticamente unânime experiência de crises gêmeas (cambial e bancária) em outros países.

A mudança no regime cambial em 1999 reduziu, de qualquer forma, a amplitude das variações de taxas de juros requeridas para controlar crises de balanço de pagamentos. O câmbio flutuante não eliminou, como previsto em livros-texto, a possibilidade de fugas de capitais e a necessidade de elevar taxas de juros (na ausência de controles de capitais) para confrontá-las, como se tornou claro em 2002. O novo regime, porém, reduziu a intensidade das altas de juros necessárias para administrar as crises. Neste sentido, o regime de câmbio flutuante se mostrou compatível

Tabela 2
Taxa de Juros Média - %a.a.

	Taxa Selic	Hot money	Desconto de duplicatas	Capital de giro	Crédito pessoal	Aquisição de Bens	
						Pessoa jurídica(1)	Pessoa física
1995	53,8	120,2	159,9	158,0	213,7	183,2	210,8
1996	27,3	63,5	88,1	73,8	128,8	88,9	117,7
1997	24,2	66,2	73,1	61,4	109,0	54,3	74,5
1998	28,5	72,9	78,4	65,6	119,6	55,7	80,0
1999	25,0	70,4	73,9	61,6	105,5	51,4	68,0
2000	17,6	44,6	48,2	37,8	70,8	32,6	42,7
2001	17,4	45,4	47,4	35,5	77,6	32,3	42,6
2002	19,1	49,1	50,4	37,9	85,2	35,5	48,6
2003	23,1	56,2	52,5	42,3	91,1	36,8	48,3
2004	16,2	49,9	41,1	35,9	73,5	28,1	39,3
2005	19,1	52,3	42,9	38,6	69,4	30,1	39,6
2006	15,2	51,9	38,7	33,7	62,1	26,5	37,0

(1) Inclui crédito ao setor privado industrial, habitacional, rural, comercial e outros serviços.

Fonte: Banco Central do Brasil

5 Cf. Souza *et al.* (2005).

com uma redução dos riscos de mercado em mercados de títulos, e poderia ser favorável ao seu desenvolvimento. No entanto, também como mostrado em 2002, ainda que menores, os riscos de juros (isto é, de variações adversas nos valores dos títulos induzidas por altas repentinas das taxas de juros) continuaram suficientemente significativos para dificultar o crescimento dos segmentos de longo termo[6].

A elevação das taxas de juros não apenas abortou a expansão da oferta de crédito privado como também ameaçou os empréstimos já realizados. A maturidade dos contratos financeiros era (e ainda é) bastante curta. Muitos dos tomadores privados de 1994 eram certamente especuladores no sentido de Minsky, isto é, agentes que tomavam emprestado por períodos mais curtos do que realmente precisavam, especulando que seriam capazes de rolar a dívida quando os empréstimos tivessem de ser liquidados[7]. Quando as taxas de juros subiram dramaticamente, provavelmente uma ampla fração desses tomadores exibiam uma demanda por crédito juros-inelástica (dado que não poderiam liquidar suas dívidas, não tendo assim escolha senão tentar rolá-las). Os bancos poderiam refinanciar essas dívidas, expondo-se a riscos de crédito maiores, ou exigir seu repagamento, expondo-se a um aumento imediato do valor dos créditos em liquidação. Em qualquer dos casos, os bancos se tornariam mais frágeis por causa das políticas adotadas para combater a crise do balanço de pagamentos.

Outro desenvolvimento significativo da crise tequila e das políticas implementadas para combatê-la foi o aumento da presença de bancos estrangeiros no mercado bancário doméstico[8]. O setor bancário já estava em posição frágil por ter sido forçado, como argumentado acima, a buscar novas estratégias para lidar com a estabilidade de preços. Nessas condições, as ondas de choque da crise tequila causaram, senão uma crise bancária aberta, pelo menos uma alta substancial do nível de estresse. O estresse bancário manifestou-se na sucessão de intervenções em bancos realizadas pelo banco central em 1995, que finalmente levou o governo a lançar duas iniciativas de política. A primeira, que se tornou conhecida pela sigla PROER, foi um programa que permitiu cindir bancos com problemas em duas partes: uma saudável, a ser vendida para outro banco, e a parte comprometida, a ser administrada e liquidada pelo banco central. O PROER reproduziu, assim, a estratégia utilizada pelas autoridades supervisoras americanas no caso do Banco Continental Illinois, no início da década de 1980. O programa brasileiro incluiu também linhas de financiamento da compra dos ativos saudáveis pelo banco adquirente, além de oferecer a estes últimos vantagens fiscais.

A segunda política foi permitir a entrada seletiva de bancos estrangeiros no mercado doméstico. A Constituição Federal de 1988 havia congelado o número de

6 Para uma discussão dos riscos de juros mesmo sob regimes de câmbio flutuante, veja-se Carvalho e Sicsú (2006), pp. 19/22.

7 Cf. Minsky (1975).

8 Cf. Carvalho (2000).

bancos estrangeiros com permissão para operar domesticamente, mas deixou aberta a possibilidade de emissão de autorizações especiais em casos específicos julgados de interesse nacional, assinadas pelo Presidente da República. Durante o período de alta inflação, muitos bancos tinham sido criados apenas para tirar vantagem dos ganhos de tesouraria derivados da detenção de títulos públicos por curtos períodos de tempo. Acreditava-se que esses bancos não sobreviveriam à estabilização de preços. O estresse pós-tequila apenas acentuou a crença de que o sistema bancário estava às vésperas de um amplo movimento de consolidação. O PROER, de fato, foi uma forma de organizar e acelerar esse processo. Neste quadro, temia-se que se a consolidação fosse conduzida apenas por bancos nacionais, a concentração de ativos poderia alcançar níveis insustentavelmente altos. Conseqüentemente, o governo decidiu usar a cláusula de escape prevista na constituição, permitindo a entrada de um certo número de bancos estrangeiros, desde que estes aceitassem adquirir um banco doméstico com problemas. Uma vez que o setor foi estabilizado, no entanto, nenhuma outra autorização foi concedida. Deve-se ter em mente, no entanto, que uma vez que uma instituição estrangeira cria uma subsidiária local, esta subsidiária passa a receber tratamento nacional. Assim, a participação estrangeira no setor bancário local pode crescer se subsidiárias locais de bancos estrangeiros compram bancos de propriedade local. Mas deve-se também ter em mente que a aquisição de um banco é um processo controlado no Brasil, como em qualquer outro lugar, de modo que mesmo que um banco estrangeiro tivesse como meta a aquisição de outros bancos locais, seria necessário para tanto obter uma autorização das autoridades brasileiras.

Tabela 3
Ativos dos 10 maiores Bancos

	R$ bi	Partic.% dos ativos dos 10 maiores no total de ativos do consolidado bancário	Partic. % de bancos de origem estrangeira nos ativos dos 10 maiores bancos	Partic. % de bancos de origem nacional nos ativos dos 10 maiores bancos
dez/95	326,8	70,6	0,0	100,0
dez/97	686,2	65,4	0,0	100,0
dez/00	591,9	72,6	12,8	87,2
dez/03	900,7	79,7	15,3	84,7
dez/06	1726,9	82,2	19,7	80,3

Fonte: Banco Central do Brasil

A concorrência de bancos estrangeiros não parece ter tido os efeitos esperados na literatura. De fato, a maioria das subsidiárias estrangeiras adaptou-se às características do mercado local ao invés de introduzir inovações[9]. Muitas dessas insti-

9 Cf. Carvalho (2002).

tuições acabaram por deixar o país, como, notavelmente, foi o caso do BBVA. As evidências sugerem que esses bancos apostaram que teriam vantagens competitivas em um mercado de crédito em expansão sobre bancos locais mais acostumados a investir em sistemas de pagamento e aplicação em dívida pública. A interrupção precoce do ciclo de expansão do crédito em 1995 condenou os bancos entrantes a jogar o mesmo jogo dos bancos locais, no qual tinham poucas, se alguma, vantagens. Além disso, os bancos estrangeiros provavelmente superestimaram a força de suas próprias marcas e subestimaram o grau de implantação dos bancos domésticos líderes no mercado local, em um ramo de atividade em que a confiança do público é um insumo fundamental.

A eficiência dos bancos brasileiros deve ser avaliada tendo todos esses aspectos em mente. Por um lado, enquanto firmas capitalistas, eles são obviamente muito eficientes, capazes de registrar lucros consistentemente muito elevados por um longo período. A eficiência de lucros não se deve prioritariamente ao grau particular de concentração no setor, dado que os índices de concentração bancária não são superiores à média encontrada em outros países. Por outro lado, é inegável que a lucratividade do setor deveu-se em grande parte às características especiais dos mercados locais que deram à dívida pública sua proeminência como uma oportunidade de investimento.

Os bancos brasileiros são também tecnicamente avançados, com os bancos líderes incorporando continuamente tecnologias de estado-das-artes em informática e comunicações, comparando-se favoravelmente mesmo ao encontrado em países mais avançados. A criação do Sistema Brasileiro de Pagamentos, em 2002, interligando todos os bancos em tempo real, é evidência da competência tecnológica do setor. No entanto, esses mesmos bancos não são eficientes em custos, o que parece ser principalmente uma característica herdada dos tempos inflacionários. Os bancos ainda usam mais capital e trabalho (especialmente na manutenção de agências) do que o necessário. O compartilhamento de equipamentos como caixas eletrônicos, por exemplo, é ainda incipiente. Como resultado, os custos operacionais e overheads são ainda muito altos como proporção dos ativos quando comparados a outros países.

O sistema bancário brasileiro opera sob regras da Basiléia desde 1998, depois de um período de transição de 4 anos para o novo sistema. O Banco Central, que funciona como a autoridade de supervisão bancária no país, também aderiu aos 25 Princípios Nucleares de Efetiva Supervisão Bancária. Atualmente, o Banco Central está divulgando as primeiras decisões relativas à adoção de Basiléia II, prevista para estar completa em 2011. Novamente, é preciso ter-se em mente a peculiaridade do quadro financeiro doméstico na última década, em que os bancos foram capazes de investir e fazer hedge de seu balanço através dos mesmos instrumentos: títulos públicos, que os protegeram contra riscos de mercado, liquidez e de juros, além, naturalmente do risco de crédito. O risco cambial foi objeto de proteção tan-

to, inicialmente, pela emissão de títulos públicos indexados à taxa de câmbio quanto, posteriormente, por operações de swap oferecidas pelo Banco Central. O governo federal, por outro lado, vem tentando mudar esta situação, substituindo por papéis com taxas de juros prefixadas os papéis indexados em poder do SFB, e estendendo suas maturidades. Esta meta tem sido facilitada pelo cenário de taxas de juros cadentes, que estimula aplicadores a comprar papéis com taxas de juros prefixadas, e pela calma reinante nos mercados financeiros internacionais. Até onde a normalização da situação permitirá ao governo oferecer combinações mais realistas de retorno e risco nos títulos de sua emissão ainda está, contudo, para ser determinado.

2.3 Mercados de Títulos

A infra-estrutura necessária para operar um mercado de papéis vem sendo construída desde o fim da década de 1980. Naturalmente, este desenvolvimento foi motivado principalmente pela expansão das operações com títulos públicos. Seja como for, especialmente desde a virada do século, as operações com papéis de emissão privada têm se expandido rapidamente.

Os mercados de ações, e particularmente a Bolsa de Valores[10], recuperaram-se lentamente depois da crise do início dos anos 1970. Novas leis sobre as sociedades anônimas e a criação de uma instituição de supervisão específica (Comissão de Valores Mobiliários - CVM), na década seguinte, contribuíram para a ressurreição desse segmento[11]. Seu destino, no entanto, tem estado intimamente associado com a entrada e saída de capitais externos. Nos anos 1990 esses investimentos foram particularmente importantes, em conexão com os processos de privatização de empresas estatais promovidos pelo governo Cardoso. Investidores domésticos e estrangeiros buscaram fazer posição em ações de firmas marcadas para privatização, apoiando assim altos volumes de negócios. Depois que a privatização foi completada, no entanto, as transações permaneceram intensas, à medida que investidores passaram a buscar alternativas a títulos públicos para diversificar seus portfolios.

Desenvolvimentos mais significativos, contudo, tiveram lugar no mercado privado de dívidas. Como já argumentado, as combinações risco/retorno dos títulos públicos não podem ser superadas por tomadores privados. Títulos públicos oferecem altas taxas de juros sobre dívida que está sujeita a poucos riscos de qualquer natureza (com a possível exceção do risco político, também considerado, contudo, muito baixo atualmente). Por outro lado, como já indicado, o curto-termismo fo-

10 Pode-se referir à Bolsa de Valores (no singular), porque as operações com esses títulos são concentradas na Bolsa de São Paulo.

11 Veja-se Sarno (2006).

mentado pela imprevisibilidade da trajetória futura das taxas de juros enraizou-se no SFB e o controle da inflação só muito recentemente começa a mudar esta característica.

De todo modo, a expansão do crédito tende a se tornar um fator mais importante na recuperação e sustentação do crescimento do que foi no passado. Os episódios de crescimento até os anos 1970 foram principalmente liderados por firmas estatais e estrangeiras. Nenhum dos dois grupos precisou, na verdade, de apoio significativo de instituições financeiras locais, dado que podiam acessar fontes alternativas de financiamento. Mas a recuperação do crescimento, atualmente, teria de se apoiar em muito maior extensão sobre firmas domésticas. Estas têm sido tradicionalmente financiadas por lucros retidos, porque recursos externos lhes são tipicamente racionados.

A economia brasileira manteve basicamente baixos níveis de demanda agregada durante a maior parte do período pós-estabilização. Se os gastos das empresas privadas devem assumir a liderança na recuperação do crescimento, é improvável que elas possam ser financiadas apenas por lucros retidos (mesmo que as firmas em alguns setores tenham alcançado recentemente lucros recordes). A percepção de que a oferta de crédito para as firmas tem de crescer a fim de quebrar o círculo de ferro dos lucros baixos e baixa demanda levou o governo a promover algumas reformas institucionais no sistema financeiro, almejando aumentar o crédito para firmas mesmo antes que a situação dos títulos públicos possa ser resolvida. Três dessas reformas merecem menção especial.

A primeira, já referida anteriormente, foi autorização a bancos para oferecer crédito consignado em folha de pagamento para indivíduos. O impacto desejado desta medida, naturalmente, é aumentar a demanda por bens e serviços, mais particularmente para bens de consumo durável, e, assim, os lucros das empresas. Os bancos podem negociar diretamente com as firmas a concessão de crédito a seus empregados, tendo o serviço da dívida deduzido diretamente do hollerith do trabalhador. Este tipo de contrato substitui o risco de crédito do indivíduo pelo risco de crédito da firma, dado que a dívida será servida enquanto a firma for capaz de gerar renda e pagar salários e ordenados. Esta substituição por si beneficia o banco de duas maneiras: primeiro, o risco de crédito da firma pode ser mais fácil de avaliar e administrar que o associado a um indivíduo; segundo, os custos administrativos são reduzidos pela substituição de um conjunto de contratos individuais por um contrato coletivo.

A segunda e a terceira inovações lidam mais diretamente com a demanda das firmas por crédito. Em ambos os casos, o racionamento de crédito bancário é desafiado pela expansão de atividades nos mercados de títulos. No primeiro, qual seja, a securitização de recebíveis, um novo mercado foi criado; no outro, a reativação do mercado de debêntures, as mudanças foram introduzidas em um mercado já antigo.

Em 2001, a figura do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) foi criada para regular as transações com recebíveis. FIDCs foram autorizados a investir em direitos creditórios gerados por um variado conjunto de transações que

criassem algum direito na forma de obrigações de pagamento futuro. Isto é, originadores desses direitos poderiam transferi-los para uma terceira parte, um FIDC, depois de um processo em que esses direitos fossem examinados, avaliados em termos dos riscos envolvidos, preços e outros termos contratuais. Uma vez que estes requisitos preliminares fossem cumpridos, os FIDC comprariam esses direitos para manter em suas carteiras e emitir quotas-parte a serem adquiridos por investidores.

Por sua própria natureza, o FIDC é similar, em intenção, à securitização de empréstimos de curto prazo promovida pelo crescimento dos mercados de commercial paper nos Estados Unidos nos anos 1980. No caso dos Estados Unidos, a firma tomadora emite papéis de curto termo e os vende diretamente, através de bancos de investimento, em mercados de papéis, depois de completar um processo preliminar similar ao criado no Brasil. No caso brasileiro, a firma originadora não emite realmente um título. Ao invés de emitir uma dívida, ela vende um direito.

Poder-se-ia pensar que a versão brasileira da securitização de curto termo poderia torná-la acessível a pequenas firmas, dado que o custo dos procedimentos americanos é proibitivo para empresas médias e pequenas. De fato, o processo brasileiro é também bastante caro, requerendo a intervenção (e, é claro, a remuneração) de um grande número de instituições, de agências de rating a custodiantes. A principal diferença se refere à natureza da obrigação que é criada no processo. Enquanto nos Estados Unidos um título potencialmente líquido, o commercial paper, é criado, no caso brasileiro é a quota-parte do FIDC que resulta da securitização. A liquidez então dependerá da criação de mercados secundários para essas quotas-parte, o que não ocorreu até o presente.

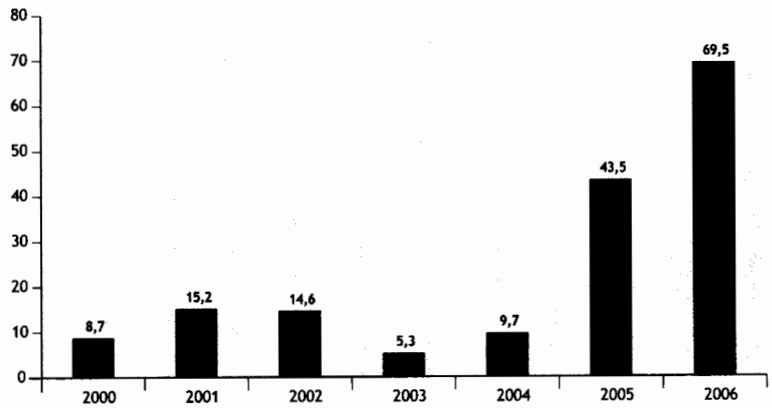
Embora o volume de recursos securitizados através dos FIDCs tenha crescido rapidamente desde que a iniciativa foi lançada, este é ainda um canal menor no bojo do SFB. Ele tem sido usado principalmente por instituições semi-financeiras, como empresas de leasing. Uma eventual redução de custos no processo de qualificação e um aumento na liquidez dos mercados para quotas de fundos poderiam estimular este segmento no futuro próximo. Mas mesmo no presente, o custo de capital já é inferior para aquelas firmas capazes de transferir seus direitos do que para as que tem de apelar para o crédito bancário (mesmo se desconsiderarmos o problema do racionamento). De fato, as firmas têm se beneficiado indiretamente da proeminência de títulos públicos no mercado doméstico. Investidores em quotas de FIDCs se satisfazem com uma remuneração alinhada aos Depósitos Interbancários, dado que este é o pagamento padrão obtido com a divida pública indexada à SELIC. Estas taxas são altas, mas são muito menores do que aquelas cobradas sobre empréstimos oferecidos a firmas pelos bancos. Em outras palavras, para firmas capazes de acessar esse novo canal, o custo de capital é próximo ao custo cobrado sobre títulos públicos, líquidos e seguros, que é alto, mas não tão alto quanto o custo de capital para firmas privadas nos mercados bancários. Naturalmente, dado que o acesso ao FIDC é limitado a grandes empresas, a securitização de curto termo

no Brasil criará provavelmente vantagens competitivas indevidas adicionais para as grandes empresas, como ocorreu também nos Estados Unidos.

A outra inovação refere-se ao mercado de debêntures. As debêntures no Brasil são títulos de médio e longo prazos que permitem a renegociação periódica de termos. A possibilidade de renegociação tornou-as praticamente o único tipo de dívida que poderia ser aceita por tomadores e emprestadores durante os tempos de alta inflação. À medida que a incerteza permaneceu elevada, a despeito da estabilização de preços, as debêntures poderiam continuar sendo o título preferido em mercados domésticos em tempos mais recentes. Estes títulos só podem ser emitidos por corporações não-financeiras, o que deveria, em princípio, garantir que os recursos negociados neste mercado alcançassem tomadores nos setores não-financeiros da economia. No entanto, essas expectativas são viciadas pela classificação de empresas de leasing, que são de fato ofertantes de empréstimos como instituições não-financeiras.

O mercado primário de debêntures permaneceu pequeno até 2004. Mas apenas em 2005 as colocações passaram para cerca de R$ 40 bilhões em novas emissões, comparado com R$ 10 bilhões em 2004. Este salto fez com que a emissão de debêntures se tornasse uma fonte de recursos comparável em dimensão aos empréstimos do BNDES ao setor privado (que, por sua vez, estima-se corresponder a cerca de 20% do crédito bancário total a tomadores privados). No entanto, esses números podem superestimar a importância desse instrumento. Em contraste com os FIDCs, se supõe que debêntures sejam fontes de recursos de longo termo para empresas não-financeiras. Cerca de 40%, porém, do estoque de debêntures emitidas, foi feito por empresas de leasing para satisfazer necessidades de capital de giro.

Gráfico 1
Emissões de Debêntures em R$ bilhões



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Os mercados secundários para debêntures são ainda menos que incipientes. A variedade de tipos de títulos agrupados sob o nome debêntures tende a reduzir a liquidez do mercado, ao reduzir a substitutibilidade entre diferentes classes de papéis. Além disso, compradores de debêntures, como também é o caso de compradores de quotas em FIDCs, adquirem esses ativos para reter, reduzindo o giro de mercado e diminuindo a liquidez dos papéis. Por outro lado, a criação recente de debêntures padronizadas tende a aumentar o mercado primário e a dar maior liquidez ao mercado secundário do título, e já vem se tornando a principal modalidade emitida.

Em suma, o SFB, embora ainda disfuncional como alavanca de crescimento, vem avançando em muitos sentidos. O sistema bancário ainda é viesado em favor do investimento em títulos públicos, voltando-se para o crédito privado apenas quando se lhe oferecem combinações privilegiadas de risco e retorno. Mas a expansão do crédito nos últimos anos tem sido vigorosa. Os mercados de títulos, embora ainda sejam limitados em tamanho e seus números ainda reflitam muitas transações internas ao próprio setor financeiro (se se considerar empresas de leasing como instituições financeiras), vem passando por um processo de inovação e crescimento rápido.

3. GRAU DE INTEGRAÇÃO COM OS MERCADOS FINANCEIROS GLOBAIS E COM O MERCOSUL

3.1 Introdução

Se a integração com o mercado bancário internacional foi parcial e limitada, a liberalização das transações financeiras com o exterior foi praticamente completada nos últimos dez anos[12]. No entanto, a relação entre a liberalização da conta capital brasileira e o movimento internacional de globalização financeira não foi sincrônica. Como se sabe, houve um amplo movimento de liberalização da conta de capitais nas economias avançadas nos anos 1970 e 1980 – primeiro em países como os EUA, Alemanha e Canadá, mais tarde no Japão, e por fim em países como a França e a Itália (Marston, 1995, Frankel, 1992). No Brasil, no entanto, a exemplo de alguns outros países em desenvolvimento, a década de 80 foi um período de forte recrudescimento dos controles de capitais, podendo-se afirmar que o país praticamente desligou-se do circuito financeiro internacional no período. Na década de 1990 e nos primeiros anos do século XXI, quando, a despeito das crises financeiras e cambiais, a globalização financeira continuou avançando no mundo (Lane e Milesi-Ferretti, 2006a), o Brasil se reintegrou plenamente ao movimento mundial, chegando a atingir, na atualidade, um grau de liberalização financeira inédito desde os anos 1930 do século passado.

É interessante notar que nem mesmo a crise cambial de janeiro de 1999 levou a uma reversão deste processo. Ao contrário, com a introdução do câmbio flutuante a economia se tornou mais resiliente frente a turbulências financeiras internacionais. Por outro lado, desde o final da década passada os mercados financeiros internacionais vivem um período especialmente benigno. Mesmo crises em países importantes, como a Argentina, foram amplamente previstas antes de sua eventual eclosão, permitindo aos mercados internacionais acomodarem-se e absorver o choque. Apoiado neste quadro, o Banco Central do Brasil decidiu adotar novas medidas de liberalização da conta capital.

Há, contudo, dois traços intrigantes na economia brasileira que aparentemente se chocam com a idéia de que a economia esteja mais integrada no mercado financeiro internacional. O primeiro deles é que, a despeito das mudanças legais e institucionais que deram maior liberdade aos fluxos de capitais, o país passou a contar

12 De fato, um índice preparado pelo Banco Mundial aponta o Brasil como tendo completado sua liberalização financeira. Apud Carvalho (2007).

menos com a poupança externa como fonte de financiamento do investimento nos últimos anos. Como se pode ver na tabela 4 a seguir, apesar da taxa de investimento ter declinado apenas levemente no mais recente qüinqüênio em relação ao anterior, o seu financiamento mudou radicalmente, com uma queda da poupança externa de 4,7 pontos percentuais do PIB, compensada por um aumento de 4,1 pontos percentuais na poupança doméstica. Fenômenos semelhantes de reversão na taxa de poupança externa ocorreram em momentos em que houve um enfraquecimento ou mesmo ruptura nos laços financeiros da economia com o exterior (como na década de 80). Desta vez, contudo, o fenômeno ocorre num contexto inteiramente diferente.

O segundo fenômeno intrigante consiste na ampla diferença entre juros reais internos e externos. Há dois aspectos surpreendentes nesta característica distintiva da economia brasileira[13]. O primeiro deles é a persistência de taxas de juros ainda muito elevadas na presente década, apesar das mudanças profundas porque passou a economia brasileira. O segundo é a lentidão do processo de convergência entre as taxas de juros reais da economia brasileira e a das demais economias, a despeito da crescente integração financeira com o resto do mundo (gráfico 2)[14].

Tabela 4
Investimento e Poupança em % do PIB

Ano	Investimento	Poupança Externa	Poupança Doméstica
1997-2001	16,8	3,9	12,8
2002-2006	16,2	-0,8	16,9

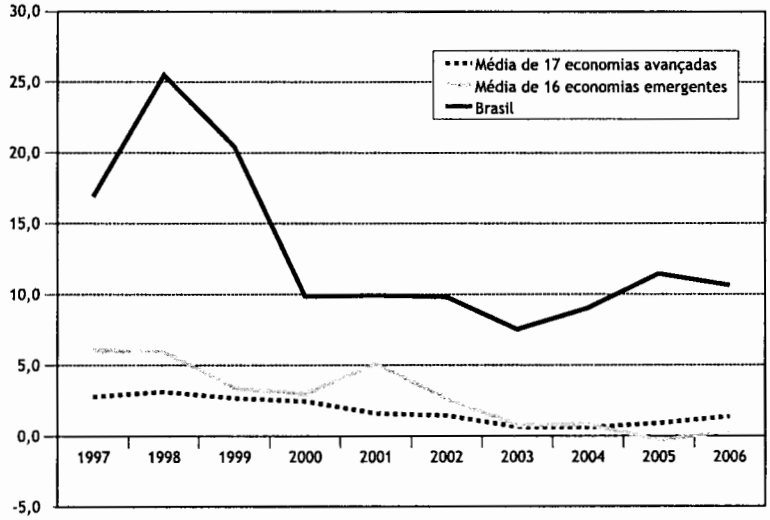
Fonte: IBGE.

Na presente seção procuraremos descrever o processo de integração dos mercados financeiros doméstico e internacional, abordando os aparentes paradoxos apontados. Para tanto, além de recorrermos a um conjunto de informações estatísticas relativas aos fluxos de capitais e aos estoques de ativos e passivos internacionais do país, construímos alguns indicadores comumente usados na literatura para avaliar o grau de integração financeira e mobilidade de capitais entre uma economia e o resto do mundo. Além disso, procuraremos destacar algumas especificida-

13 Além dos aspectos a seguir referidos, cabe notar também que taxas de juros reais excepcionalmente elevadas foram, de um lado, um dos instrumentos empregados para evitar a dolarização da economia, durante o período da alta inflação, e para atrair capitais externos para financiar crescentes déficits em transações correntes no período de 1994 ao início de 1999. Uma das conseqüências da manutenção de elevadas taxas de juros reais por tanto tempo foi a atrofia da oferta de crédito (medido como proporção do PIB) nos anos 1990 e na primeira metade da atual década.

14 A taxa de juros real para o Brasil foi calculada com os dados do FMI/IFS, para efeitos de comparabilidade com os das demais economias. As taxas para as demais economias correspondem a médias aritméticas simples.

Gráfico 2
Taxa de Juros Reais do Brasil Comparadas as Médias de Economias Avançadas e Emergentes (%)



Fonte: FMI, International Financial Statistics.

des da integração financeira com as demais economias do Mercosul, como um capítulo da integração global, mas com especificidades derivadas da evolução econômica recente do bloco.

Porém, antes de proceder à análise das evidências empíricas da integração financeira, faremos a seguir, no item 2.1, um relato da evolução dos controles cambiais do Brasil, que põe em contraste as instituições que prevaleceram durante a maior parte do século passado e as atuais regras liberais em relação ao movimento de capitais entre a economia e o resto do mundo.

3.2 A evolução dos controles cambiais no Brasil

3.2.1 Introdução

Grosso modo, o mercado cambial brasileiro passou por duas fases no século XX. A primeira, como ocorreu em grande parte do mundo à época, iniciou-se na década de 1930 e caracterizou-se pela adoção de extensivos controles sobre as operações cambiais. Numerosas razões explicavam essa opção, dentre as quais a fra-

gilidade da balança comercial, em que conviviam importações de produtos essenciais com exportações concentradas em poucos produtos primários, de demanda e preços voláteis, e os problemas criados pela volatilidade dos fluxos de capitais, especialmente aqueles entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos. A livre movimentação de capitais era considerada particularmente perigosa, levando inclusive os países participantes da Conferência de Bretton Woods, em 1944, a reconhecer formalmente a legitimidade da imposição de controles sobre a conta de capitais nos estatutos do Fundo Monetário Internacional, criado naquela reunião. No caso brasileiro, os mega-choques do petróleo da década dos 1970, seguidos pela crise da dívida no início da seguinte, justificaram a intensificação dos controles.

Ao final da década dos 1980, como visto na seção inicial deste trabalho, iniciou-se um processo de liberalização financeira doméstica apoiado notadamente na liberação das taxas de juros e na permissão para a criação de instituições bancárias de âmbito universal, os chamados bancos múltiplos. Ao mesmo tempo, iniciou-se um processo de abertura dos mercados de capitais domésticos, especialmente as bolsas de valores, para a participação de investidores não-residentes, que levaria ao desmantelamento da maioria dos controles de capitais então existentes. Este processo foi intensificado com a chegada à presidência de F. H. Cardoso, em 1995. A partir de então, foram tomadas sucessivas medidas de liberalização da conta capital, inclusive no governo do sucessor de Cardoso, o Presidente Lula da Silva.

A partir de meados dos anos 1990, dá-se um grande salto no ingresso do capital estrangeiro privado na economia brasileira. Concorreram para este salto a conclusão da renegociação da dívida externa, a estabilização de preços a partir de 1994, o excesso de liquidez existente no mercado de capitais internacional desde o início daquela década, e a aceleração do processo de privatização de empresas estatais, que atraiu grandes volumes de capital para as bolsas por parte de investidores desejosos de aproveitar as perspectivas de valorização dos papéis daquelas empresas previamente à sua venda. Ao mesmo tempo, observou-se um aprofundamento do mercado de derivativos e de títulos públicos, que ampliou as possibilidades de arbitragem entre taxas de juros domésticas e externas e, com isso, a integração do mercado financeiro brasileiro com os mercados internacionais no contexto liberalizado. As sucessivas crises cambiais em países emergentes na segunda metade dos anos 1990, somadas è elevada necessidade de financiamento externo da economia brasileira, desaceleraram, mas não reverteram este processo. Finalmente, a introdução do regime de câmbio flutuante, em resultado da crise cambial brasileira de janeiro de 1999, permitiu a retomada pelo governo do processo de liberalização da conta capital.

Este processo foi acelerado a partir de 2003, quando se aproveitou o benigno cenário financeiro internacional, o crescimento espetacular das exportações e a completa transformação da estrutura do balanço de pagamentos para remover os controles de capitais restantes. O país passou a exibir superávit em transações correntes e a necessidade de financiamento externo caiu drasticamente, ao passo que

as extremamente elevadas taxas de juros domésticas continuaram a atuar como poderoso atrativo para aplicações financeiras de não-residentes. Em conseqüência, a taxa de câmbio começou a se apreciar persistentemente. Nesse contexto, um debate se abriu no país, e que ainda persiste, opondo a visão dos que atribuem a sobrevalorização cambial a um possível excedente comercial "estrutural" e os que a explicam pela manutenção de taxas de juros domésticas excessivamente elevadas. Para os primeiros, a geração de superávits comerciais é vista como permanente, o que justificaria o prosseguimento do processo de liberalização, pelo seu (suposto) efeito contra-balançador da sobrevalorização da taxa de câmbio. Esta nova rodada de medidas teve início em meados de 2004 e prossegue até os dias de hoje, conduzida, como sempre, pelo Banco Central, que alega perseguir dois objetivos: adequar as regras cambiais à nova realidade do balanço de pagamentos e desburocratizar o mercado de câmbio.

No que segue são descritas as principais transformações ocorridas no mercado de câmbio brasileiro nas últimas décadas, bem como as mudanças recentes na legislação cambial.

3.2.2 De 1930 a 1988: adoção extensiva de controles

A partir de 1930, quando o país deixou oficialmente o padrão-ouro, foram estabelecidas duas regras para o mercado de câmbio que viabilizaram a implementação dos controles cambiais: o curso forçado da moeda, que implicava na proibição de pagamentos em moeda estrangeira nas transações entre residentes, e a centralização cambial, que concedia ao Banco do Brasil o monopólio das transações com moeda estrangeira e considerava ilegítima a operação de câmbio feita fora do estabelecimento monopolista ou, como posteriormente estabelecido, fora de estabelecimento autorizado pelo detentor do monopólio, hoje o Banco Central do Brasil (Franco e Pinho, 2004). A partir daí, a autoridade a quem se delegou esta responsabilidade[15] passou a definir quais operações seriam permitidas e quais os seus limites.

Vale notar, por sua importância para a política de desregulamentação recente, que além de intenso controle sobre remessas, viagens internacionais e importações de bens e serviços, o país também estabeleceu, em 1933, a obrigatoriedade do ingresso no Brasil dos recursos resultantes das exportações, a chamada "cobertura cambial". Com isso, o governo passou a garantir o ingresso no país da principal

---

15 Sucessivamente o Banco do Brasil, a Superintendência da Moeda e do Crédito - SUMOC e o Conselho Monetário Nacional - CMN. 16 O governo poderia cobrar multa de até 200% do valor da operação se não houvesse ingresso do valor correspondente ao registro de exportação. Ademais, para evitar (ainda que sem sucesso) o crescimento do mercado paralelo de câmbio, também estariam sujeitos a multas o subfaturamento de exportações e o superfaturamento de importações.

fonte de recursos externos para fazer frente ao pagamento de importações de bens e serviços e do serviço da dívida[16].

A cobertura cambial foi mantida sem alterações até recentemente. Não obstante, o estabelecimento, em 1962, do "direito de retorno" para o capital estrangeiro abriu as portas para a ampliação das possibilidades de financiamento externo. Neste ano foi definido e operacionalizado o registro de capitais estrangeiros, que, além de servir como um instrumento de controle para a autoridade monetária, garantia o direito de retorno para os capitais estrangeiros que entrassem no país sob a forma de moedas conversíveis e assegurava o direito a juros e dividendos, o que viria conferir mais segurança aos investidores estrangeiros privados.

Apesar do registro de capitais estrangeiros ter sido implementado em 1962, foi somente a partir da década de 1970 que os empréstimos privados e o investimento estrangeiro direto cresceram de forma sustentada a ponto de se tornarem uma fonte importante de recursos a financiar o balanço de pagamentos. A partir daí, as regras relacionadas ao investimento direto continuaram estáveis, mas as dificuldades de balanço de pagamentos que levaram à chamada "crise da dívida externa" conduziram a um recrudescimento dos controles de capitais no início da década de 1980, a começar pela centralização cambial decretada em 1983. Por meio deste mecanismo, os pagamentos ao exterior foram submetidos a uma lista de prioridades estabelecida e controlada pela Autoridade Monetária. Recorreu-se a uma moratória *de facto* (embora não *de jure*) dos pagamentos da dívida externa, até que renegociações sucessivas com credores vieram a dar respaldo contratual ao não pagamento de obrigações externas. Em 1987, em meio a renovadas dificuldades cambiais, decretou-se uma moratória (agora sim, *de jure*) a qual foi substituída, nos anos seguintes, por reestruturações negociadas da dívida externa. Neste contexto, os fluxos de capitais de empréstimos novos voluntários foram zerados de 1982 até o final da década, enquanto que os investimentos diretos líquidos baixaram de um nível médio anual de US$ 1,7 bilhão, nos dez anos anteriores à crise da dívida, para uma média de US$ 981 milhões no período 1983-1991 (ou apenas US$ 346 milhões, se excluirmos as operações de conversão de dívida externa em capital de risco).

3.2.3 O processo de liberalização a partir de 1988

Durante os anos em que o país permaneceu virtualmente desconectado do circuito financeiro internacional ocorreram algumas mudanças estruturais na conta corrente. As exportações brasileiras diversificaram-se muito no período, ao mesmo

16 O governo poderia cobrar multa de até 200% do valor da operação se não houvesse ingresso do valor correspondente ao registro de exportação. Ademais, para evitar (ainda que sem sucesso) o crescimento do mercado paralelo de câmbio, também estariam sujeitos a multas o subfaturamento de exportações e o superfaturamento de importações.

tempo em que alguns itens importantes da pauta de importações (como combustíveis) foram gradualmente substituídos por produção doméstica, reduzindo sensivelmente a correlação entre o saldo comercial e a evolução dos termos de troca[17]. Isto tudo contribuiu para a geração de crescentes superávits comerciais ao longo da década de 1980 e, conseqüentemente, para o relaxamento da restrição de divisas à qual estava submetida a economia. Ao mesmo tempo alguns analistas passaram a defender a idéia de que os controles haviam perdido eficácia e que as operações de câmbio tinham se tornado demasiado complexas por causa da sua existência.

Nesse contexto tem início um processo de liberalização financeira sob a forma de um movimento de simplificação do mercado de câmbio no Brasil, com a criação do Mercado de Câmbio a Taxas Flutuantes (MCTF) em 1988. Este mercado foi inicialmente apelidado de "dólar turismo" – porque incorporava operações relacionadas ao turismo internacional – e representou um grande passo rumo à maior liberdade cambial (ainda que a liberalização de fato só viesse ocorrer no início da década de 90). O MCTF era um mercado de câmbio separado do mercado oficial, e nele as moedas estrangeiras eram negociadas a preços e condições livremente pactuadas e sob regras mais flexíveis. Inicialmente, a regulamentação manteve limites quantitativos (que foram gradativamente extintos) para cada tipo de operação, enquanto a taxa de câmbio passava a flutuar (somente neste mercado) conforme a oferta e procura de moeda estrangeira, sem intervenção do Banco Central. Assim, o país passou a conviver com dois mercados de câmbio, um em que as operações eram livres e outro no qual as restrições das décadas anteriores permaneciam.

As principais operações admitidas no MCTF eram as relacionadas a viagens internacionais (turismo, cartões de crédito, tratamento de saúde, etc) e pagamento e recebimento de alguns serviços (compra de contratos de atletas, vencimentos, ordenados). As demais operações (exportações e importações, principais movimentações da conta capital e financeira, como investimento direto, em bolsa e empréstimos, e os pagamentos e recebimentos dos principais itens da conta de serviços) ainda estariam sujeitas às regras do mercado oficial, o Mercado de Câmbio a Taxas Administradas (MCTA), que ficou conhecido como "dólar comercial". No primeiro, a taxa era flutuante, no segundo vigorava um regime de crawling peg[18].

---

17 Para mais detalhes sobre a diversificação da pauta de exportações e a redução da dependência do saldo comercial em relação aos termos de troca, ver Souza *et al.* (2006).

18 Houve algumas modificações no regime de formação da taxa de câmbio ao longo do período. Assim, durante o Plano Collor, em 1990, estabeleceu-se, por alguns meses um regime de flutuação também no mercado destinado às exportações e à maioria das transações da conta capital (e que por isso ganhou, na época, a denominação de Mercado de Câmbio de Taxas Livres). Mas com o fracasso do Plano rapidamente se retornou ao crawling peg (embora a denominação de mercado de taxas livres tenha permanecido). Finalmente, com o Plano Real em 2004, adotou-se um regime de crawling peg ativo, que serviu de âncora cambial para o processo de estabilização, e que durou até a crise cambial de 1998/99, quando foi substituído pela flutuação.

Um expediente usado durante a década de 1990 para liberalizar o acesso ao mercado de câmbio foi a transferência progressiva de transações restringidas, ou mesmo proibidas, para o mercado de taxas flutuantes (MCTF). Uma outra brecha para remover as restrições cambiais – no caso do movimento de capitais – foi aberta com uma regulamentação flexível das contas correntes de não-residentes no país. Pela legislação de 1962, só podia sair do país o capital estrangeiro que comprovasse ingresso prévio. A partir de 1992, porém, foi modificada a sistemática de funcionamento das contas de não residentes estabelecida em 1962 para garantir o "direito de retorno" ao capital estrangeiro, e a conversibilidade da conta de capitais avançou significativamente[19]. Neste novo desenho fixou-se o conceito de que os montantes em moeda nacional depositados em contas de não residentes, onde o titular fosse instituição financeira, poderiam deixar o país através da Transferência Internacional em Reais (TIR), mas apenas pelo MCTF. A rigor, o ágio do MCTF era entendido como um imposto natural para o capital que buscava sair do país. Acreditava-se, também, que o MCTF deveria ser preservado como uma opção de política econômica, caso a situação cambial necessitasse medidas extremas[20] (Franco e M. Pinho, 2004). Com esse mecanismo abriu-se a possibilidade de que o capital fosse enviado para o exterior sem ingresso prévio.

As contas de não-residentes (chamadas de CC5) passaram, então, a servir de plataforma genérica para a introdução da conversibilidade *de facto*, pois, em princípio, quaisquer remessas eram autorizadas, independentemente da entrada de divisas em momento anterior, e para isso bastava que houvesse perfeita identificação do remetente e do beneficiário e que o remetente brasileiro estivesse em dia com o fisco (Franco e Pinho Neto, 2004). Ou seja, passou a ser possível a qualquer residente, pessoa física ou jurídica, inclusive exportador nacional, constituir disponibilidade no exterior por meio de operações internacionais em moeda nacional e com intermediação de instituições financeiras do exterior. Assim, o exportador brasileiro passou a conviver com uma situação paradoxal e assimétrica: submetido à obrigatoriedade do ingresso das receitas decorrentes de suas vendas externas, mas com amparo regulamentar para, simultaneamente ou em momento posterior, constituir disponibilidades no exterior sem qualquer restrição (Banco Central do Brasil, 2006).

---

19 Vale observar, porém, que o direito de retorno foi definido na Lei 4131. Muitos críticos do processo de liberalização da conta de capitais chamam a atenção para o fato de que o Banco Central não teria autoridade legal para criar "regulações" que modificassem o estabelecido em uma Lei, como ocorreu a partir dos anos 1990. Para um relato crítico da evolução da liberalização da conta capital, alternativo ao de Franco e Pinho Neto (2004), veja-se Sicsú (2006).

20 Neste caso o Banco Central poderia impor mais controles no MCTL. Assim, a maioria das operações teria que ser feita no MCTF, que por sua vez teria um ágio elevado e prejudicaria remessas em períodos de estresse cambial.

3.2.4 Completando a liberalização

A implantação do regime de flutuação em janeiro de 1999, na esteira de uma profunda crise cambial, abriu o caminho para novas mudanças no mercado de câmbio, com o aprofundamento do processo de liberalização.

De um lado, porque, sob o novo regime, desequilíbrios nos fluxos externos tornaram-se menos ameaçadores. As variações cambiais passaram a desempenhar um papel como mecanismo de ajuste que sob o regime anterior tinha que ser realizado ou pelo uso das reservas ou pela colocação de restrições à compra de moeda estrangeira. É verdade que flutuações cambiais muito intensas podem ter um papel desestabilizador e, nesse sentido, justificar a colocação de restrições ou "areia" nas engrenagens do mercado de câmbio. A crise cambial ocorrida no Brasil durante a campanha eleitoral de 2002 mostrou o potencial de dano que fugas de capitais podem causar mesmo sob a vigência plena do câmbio flutuante. A recuperação da normalidade do balanço de pagamentos, como nas crises de balanço de pagamentos anteriores, exigiu uma notável elevação da taxa de juros. Mas a experiência tem demonstrado que as pressões neste sentido são bem menores do que sob o câmbio fixo, dado o papel de mecanismo de ajuste desempenhado pela movimentação da taxa de câmbio, com variações da taxa de câmbio compartilhando o papel de promotor de ajustes com a taxa de juros e outras variáveis.

Mas há também uma outra razão associada ao próprio *modus operandi* do novo regime. Nele, a taxa de câmbio passou a ser formada livremente nos dois mercados, com intervenções ocasionais do Banco Central[21]. E com isto, o papel de *market maker* foi sendo transferido do Banco Central para os bancos autorizados a operar no mercado de câmbio – de forma que suas posições em moeda estrangeira passaram a ter um papel bem mais importante do que no período em que o Banco Central tinha maior responsabilidade em garantir a liquidez do mercado.

Neste contexto, a partir de 2005 o Banco Central resolveu dar início a mais uma rodada de mudanças na regulamentação, adotando uma nova postura: todas as operações passaram a ser *a priori* permitidas, exceto aquelas sujeitas a regulação específica[22]. Em março de 2005 os mercados de câmbio (livre e flutuante) foram unificados, o que trouxe maior liberdade para a compra e venda de moeda estran-

---

21 Para mais informações sobre volume e motivações para as intervenções, ver Souza e Hoff (2003).

22 No caso, as aplicações no exterior em mercados de capitais e derivativos pelas pessoas físicas ou jurídicas em geral, aplicações no exterior por instituições autorizadas a funcionar pelo BC e fundos. Estas operações estariam sujeitas a um regulamento único (RMCCI - Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais). No que diz respeito às aplicações em mercados de capitais e derivativos, no entanto, a regulamentação específica foi extinta em setembro de 2006.

geira e uma sensível redução de custos e simplificação de rotinas e procedimentos (Banco Central do Brasil, 2006). Na unificação, o Conselho Monetário Nacional (CMN) definiu, como regra geral, o fim de limites e restrições para compra e venda de moeda estrangeira e para transferências internacionais em reais.

O prazo para ingresso no país da moeda estrangeira decorrente da exportação também foi flexibilizado, passando para 210 dias a partir do embarque das mercadorias ou da prestação do serviço ao exterior, independentemente das condições de pagamento ajustado entre o exportador brasileiro e o importador estrangeiro. Essa flexibilização permitiu ao exportador algum grau de gerenciamento dos seus recursos em moeda estrangeira, em compatibilidade com o regime atual de flutuação da taxa de câmbio.

Mas a medida que talvez maior impacto tenha tido para efeitos de formação da taxa de câmbio pelo mercado foi a eliminação dos (estreitos) limites para a manutenção de posições compradas em moeda estrangeira pelos bancos, em janeiro de 2006. Com isso, acabou-se com um dos últimos resquícios do "monopólio" cambial.

Finalmente, após a edição da Medida Provisória 315 (MP 315), em agosto de 2006, foi possível flexibilizar a exigência de cobertura cambial nas exportações, ficando o Conselho Monetário Nacional (CMN) – órgão do poder executivo encarregado de estabelecer as diretrizes de natureza macroeconômica – com autonomia para estabelecer o percentual dos recursos de exportação que deve efetivamente ingressar no país. A MP de agosto de 2006 extinguiu a cobertura cambial de 100% das exportações, permitindo aos exportadores manter até 30% da receita de exportações no exterior, sem pagamento de CPMF.

O retrospecto que acabamos de fazer sobre a política brasileira relativa à conversibilidade cambial, e, em particular, da conta capital, deixou claro que através de um movimento lento e gradual – que se estendeu por quase vinte anos – chegou-se a uma situação de liberalização cambial que é a mais ampla desde a década de 1930 do século passado. Como isto se dá num contexto mundial de grande mobilidade de capitais, associado à "segunda globalização", é de se esperar que a integração financeira da economia com o resto do mundo venha avançando no período. O item 2.2 a seguir procura então mensurar este efeito.

3.3 A integração financeira pelo critério do Portfolio Internacional

Há muitas formas de se medir a integração financeira e a mobilidade de capitais entre um país e o resto do mundo. Lane e Milesi-Ferreti (2006a), por exemplo,

medem o grau de integração financeira internacional pelo quociente da soma dos passivos e ativos internacionais pelo PIB:

$$IFIGDP_{it} = \frac{(FA_{it} + FL_{it})}{GDP_{it}}$$

onde FA e FL são, respectivamente, os ativos e passivos internacionais do país i no período t.

Os autores concluem, com base em séries que retrocedem aos anos 1970, que tanto para as economias avançadas quanto para as emergentes houve uma elevação acentuada do grau de integração financeira internacional nos últimos 30 anos, medido pelo indicador acima. Mas que a partir dos anos 1990 o aumento do indicador foi muito mais forte nas economias avançadas do que nas emergentes. E no que se refere a um variante deste indicador, em que os ativos e passivos são confrontados com o volume de comércio (o quociente sendo a soma das importações e exportações de bens e serviços), a discrepância entre os dois grupos de países é ainda maior, dado que para os emergentes o crescimento dos fluxos comerciais é bem mais acentuado do que para as economias avançadas. Esta tendência, na verdade, pode ser considerada como um fator de estabilidade financeira para aquelas economias.

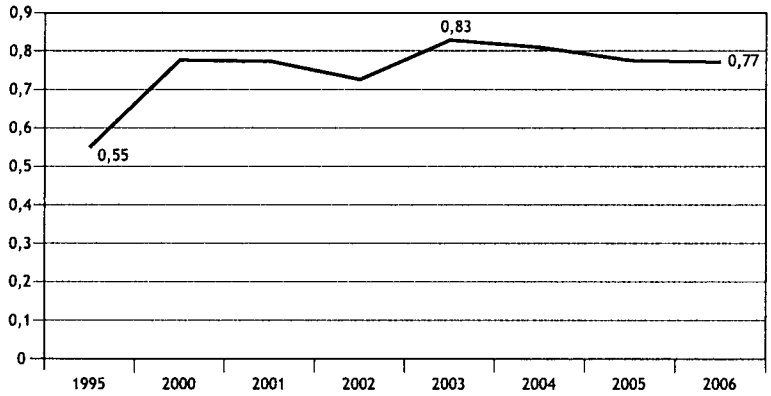
No caso do Brasil, verificou-se uma tendência semelhante à descrita acima nos últimos anos. A integração financeira cresce, mas bem menos do que a comercial. O Gráfico 3 a seguir mostra o índice de integração financeira acima apresentado (IFIGDP), construído com base em dados do Banco Central, porém ajustado de forma a eliminar os efeitos das fortes oscilações cambiais do período sobre o valor em dólares tanto do PIB quanto dos ativos estrangeiros cuja valoração é feita em reais[23]. Como se pode observar, entre 1995 e 2003 o IFIGDP subiu de 0,55 para 0,83, recuando depois levemente para 0,77 em 2006, mas ainda assim ficando num nível 40% superior ao de 12 anos antes.

O recuo recente do IFIGDP está relacionado aos sucessivos superávits em transações correntes alcançados nos últimos 4 anos que levam, *coeteris paribus*[24], a uma redução do passivo externo líquido do país. E esta redução tem sido alcançada por meio de uma redução dos passivos internacionais que tem superado o aumento dos ativos internacionais do país. Contudo, quando se examina a evolução dos

23 Além disso, o dado para o ano 2000 foi obtido através de estimativa dos autores, a partir do dado de estoque de dezembro de 2001 e dos dados do fluxo do balanço de pagamentos para aquele ano.

24 Um dos principais fatores que produzem uma divergência entre o saldo em conta corrente e a variação da posição internacional do investimento (ou, trocando o sinal, do passivo externo líquido), é a variação dos valores dos ativos associados a mudanças na taxa de câmbio. Porém, para fins do presente trabalho este fator foi neutralizado, utilizando-se uma taxa de câmbio (real) fixa para efeitos de conversão.

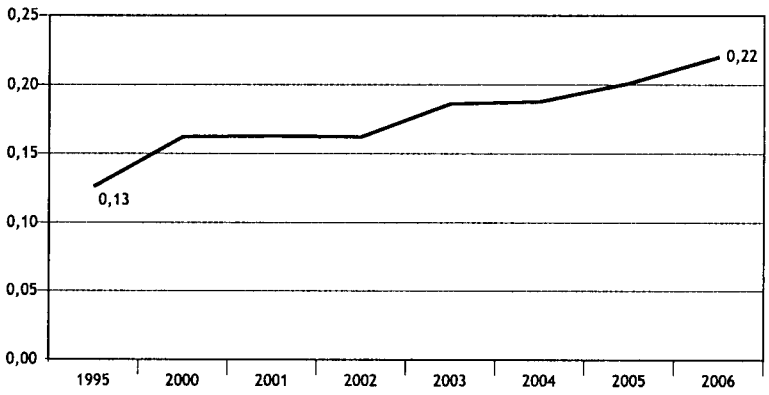
Gráfico 3
Brasil: Ativos e Passivos Internacionais/PIB[1]



1 PIB e Passivos computados em reais, convertidos para dólar a uma taxa de câmbio real constante.

Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

Gráfico 4
Brasil: Ativos/PIB[1]



1 PIB e Passivos computados em reais, convertidos para dólar a uma taxa de câmbio real constante.

Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

ativos externos (gráfico 4) verifica-se que sua expansão foi muito forte no período, tendo se acentuado nestes últimos 3 anos, quando o IFIGDP caiu. Este fato é particularmente significativo porque os obstáculos à integração financeira internacional são mais associados a restrições à saída de capitais do que ao controle de entrada. Em outras palavras, quando incorporamos na análise a relação ativos externos/PIB,

chegamos a um quadro consistente com a continuidade do aumento da integração financeira internacional do país.

Tendo em vista o rápido crescimento dos ativos brasileiros no exterior, cabe explorar sua evolução com mais detalhe. Apesar das estatísticas brasileiras a este respeito ainda apresentarem alguma precariedade, elas se tornaram bem mais confiáveis e detalhadas a partir dos dados relativos ao ano de 2001, em face do levantamento que o Banco Central passou a realizar anualmente[25].

A tabela 5 a seguir apresenta a evolução do estoque de capitais brasileiros no exterior entre 2001 e 2005. O crescimento é bastante forte em quase todas as modalidades – investimento direto, em carteira, e depósitos[26] – e pode ser explicado tanto pelo prosseguimento da liberalização da conta capital e financeira, conforme descrito na sub-seção anterior, como também pela estratégia das empresas de diversificarem riscos e de se internacionalizarem.

Tabela 5
Capitais Brasileiros no Exterior (CBE)
Distribuição por Modalidade
(em US$ bilhões)

Modalidade	2001	2005	Variação (%)	Contribuição para a variação total (%)
Investimento Direto Brasileiro no Exterior[1]	49,7	79,3	59,5	68,5
Investimento em Carteira	5,2	9,6	85,7	10,3
ações	3,0	2,8	-6,4	-0,4
Bônus, notas e outros títulos de dívida	2,2	6,8	213,4	10,7
Depósitos	9,4	17,1	80,9	17,7
Demais	4,3	5,8	35,2	3,5
TOTAL	68,6	111,7	62,9	100,0

1 Inclusive empréstimos intercompanhia.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

25 "A obrigatoriedade de envio ao Banco Central do Brasil da declaração de CBE (Capitais Brasileiros no Exterior) estendeu-se às pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país, assim conceituadas na legislação tributária, detentoras de ativos de qualquer natureza mantidos fora do território nacional, cujo total fosse equivalente ou superior a R$ 200 mil ou seu equivalente em outras moedas, sempre na data-base do último dia do ano, a R$ 300 mil ou seu equivalente em outras moedas, na data-base 31/12/2002 e US$ 100 mil ou seu equivalente em outras moedas nas datas-base de 31 de dezembro de 2003 a 2005". Banco Central do Brasil (2006b).

26 Cabe notar, entretanto, que o saldo de depósitos é muito volátil, podendo sofrer grandes variações de ano para ano, conforme justificado pelo Banco Central do Brasil (2006b, pág. 5).

No que se refere aos capitais brasileiros nos países do Mercosul (tabela 6), contudo, não se verifica o mesmo fenômeno de expansão que foi identificado acima. Possivelmente isto se explica pela crise porque passaram as economias da Argentina e Uruguai em 2001/2002, bem como pelas desvalorizações cambiais ocorridas naqueles países (com reflexos no valor em dólares dos ativos brasileiros). De fato, a queda do estoque de capital brasileiro na região se concentra no ano de 2002. E se levarmos em conta os dados de fluxo de 2006, podemos concluir que está em curso uma retomada do processo de integração financeira com a região, medida por este critério, desde 2005. De fato, apenas o fluxo de investimento direto do Brasil para a Argentina em 2006 correspondeu a 70% do estoque observado em 2005.

Tabela 6
Capitais Brasileiros no Exterior - CBE
(em US$ milhões)

País/Bloco	2001	2002	2003	2004	2005	var % 05/01
Argentina	1959	1701	1746	1902	2211	12,9
Paraguai	76	49	85	111	117	53,2
Uruguai	3768	2363	3827	2556	2592	-31,2
Mercosul	5803	4114	5658	4569	4920	-15,2

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Para concluir esta primeira abordagem sobre a integração financeira internacional da economia brasileira, apresenta-se a seguir a tabela 7, que decompõe o crescimento do estoque do investimento direto brasileiro no exterior por setores. Os dados mostram que o crescimento de 54% observado no período foi concentrado em 3 setores: o financeiro, o de serviços prestados às empresas e o de mineração

Tabela 7
Estoque do Investimento Direto Brasileiro no Exterior
(excl. empréstimos intercompanhia)

Ramo de Atividade	Valores em US$ milhões			Variação (%)	Contribuição para a variação total (%)
	2001	2005	Variação		
Mineração e Petróleo	1559	3358	1799	115	7,9
Instituições Financeiras	20707	32132	11425	55	50,0
Serviços prestados a Empresas	14306	23639	9332	65	40,9
Demais	6013	6289	277	5	1,2
TOTAL	42584	65418	22833	54	100,0

Fonte: Banco Central. Elaboração dos autores.

e petróleo. E mais, o primeiro deles foi responsável por metade do aumento dos ativos de risco do país no exterior.

Em suma, quando se busca avaliar o grau de integração financeira internacional da economia brasileira pela ótica das estatísticas de riqueza internacional, verifica-se que, medida pelo indicador proposto por Lane e Milesi-Ferreti (2006a), a economia vem aprofundando sua inserção internacional desde a década passada, mas que nos mais recentes anos este processo teria supostamente se interrompido. Contudo, quando se analisa separadamente os ativos e passivos, verifica-se que a interrupção ocorreu a despeito de uma forte elevação dos ativos externos da economia, este último movimento sendo consistente com o aumento do grau de abertura da conta capital, enquanto a queda do passivo externo estaria associada ao processo de desendividamento derivado do ajuste da conta corrente, de uma posição fortemente deficitária, para elevados superávits.

O último fenômeno acima – o ajuste da conta corrente – ao contrário da experiência dos anos 1980, não esteve associado a um desligamento da economia em relação ao circuito financeiro internacional, mas a outras causas, como a forte depreciação cambial verificada entre 1999 a 2002 e o baixo ritmo de crescimento da economia. Esta seria a explicação para a primeira anomalia apontada no início da presente seção. A segunda anomalia – a manutenção de um enorme diferencial entre as taxas de juros reais internas e externas, a despeito do elevado grau de mobilidade de capitais, será discutida na subseção a seguir.

3.4 Disparidade de Juros Reais e a integração financeira aferida pelo diferencial coberto de Juros

Uma segunda abordagem para mensurar o grau de integração financeira internacional tem por base o suposto de que os rendimentos de ativos financeiros, ajustados pelo risco, devem ser tão mais próximos quanto maior a mobilidade de capitais. Seguindo Frankel (1992), podemos decompor o diferencial de juros reais entre um país e o resto do mundo em três variáveis:

$$r - r^* = (i - \pi^e) - (i^* - \pi^{e*}) = (i - \pi^e) - (i^* - \pi^{e*}) + \hat{E}^f - \hat{E}^f + \hat{E}^e - \hat{E}^e \qquad (1)$$

onde:

i = taxa de juros interna

i^* = taxa de juros externa

π^e = inflação interna esperada

π^{e*} = inflação externa esperada

$\hat{E}^f$ = variação cambial implícita nos contratos de câmbio futuro

$\hat{E}^e$ = variação cambial esperada

$$r - r^* = [(i - i^*) - \hat{E}^f] + [\hat{E}^e - (\pi^e - \pi^{e*})] + (\hat{E}^f - \hat{E}^e) \quad (2)$$

O primeiro termo do lado direito da equação é o diferencial coberto de juros (DCJ), o segundo termo a taxa de depreciação real esperada da moeda doméstica (κ^e), e o terceiro o prêmio de risco cambial no mercado de câmbio futuro (ρ_f), ou seja, o risco de que a depreciação cambial seja diferente da esperada. Tomados conjuntamente, estes dois últimos termos refletem o prêmio de risco da moeda doméstica (ρ_m))[27], enquanto o primeiro, que reflete todos os demais custos e riscos (risco de default, diferença de impostos, obstáculos administrativos à mobilidade de capitais, etc) pode ser considerado o risco-país (ρ_p). Podemos então reescrever a equação (2) como:

$$r - r^* = DCJ + \kappa^e + \rho_f \quad (3)$$

onde:

$$\kappa^e + \rho_f = \rho_m$$

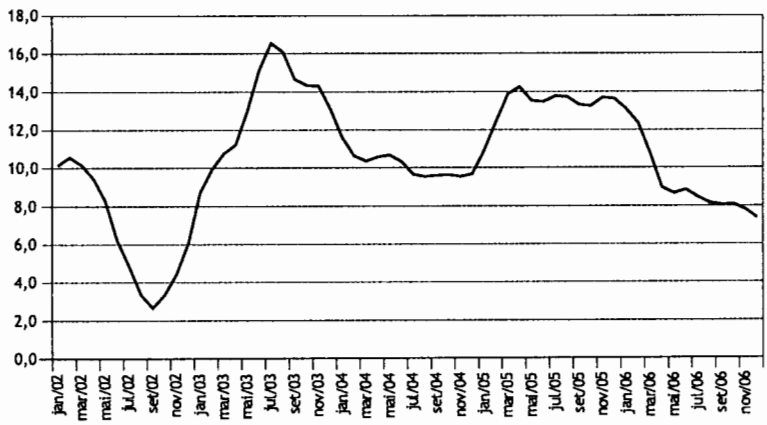
O termo DCJ deve ser maior ou menor de acordo com as restrições que cada país coloca ao movimento de capitais, bem como com a capacidade e vontade de pagamento de seus compromissos externos. Já os dois últimos termos tendem a ser mais altos quanto maior: a) a distância entre o nível atual da taxa de câmbio real e o nível considerado de equilíbrio; b) a variabilidade e imprevisibilidade dos movimentos da taxa de câmbio. Portanto, o primeiro termo mostra o grau de abertura financeira do país no plano institucional. Porém, a integração financeira efetiva com o resto do mundo, patente no volume de fluxos de capitais – ou, mais precisamente, na resposta do fluxo de capitais a mudanças domésticas nos níveis de investimento ou de poupança – depende das duas últimas variáveis. Concretamente, uma elevada correlação entre poupança e investimento domésticos (o enigma Feldstein-Horioka) pode ocorrer em países com abertura da conta de capitais, porém com elevado risco cambial ou de desvalorização real.

27 "Together they constitute the currency premium, because they pertain to differences in assets according to the currency in which they are denominated, rather than in terms of the political jurisdiction in which they are issued" (Frankel, 1992).

Há muitos obstáculos de ordem prática para a decomposição do diferencial de juros real, e as opções que são adotadas são sempre passíveis de algum tipo de contestação. Primeiramente, tanto a expectativa de variação cambial, quanto a taxa esperada de inflação são variáveis não observáveis, podendo, quando muito, serem estimadas através de *proxies*. Por outro lado, há muitos tipos alternativos de contratos e aplicações financeiras que podem servir de base para os cálculos dos juros internos e externos, bem como da taxa de câmbio no mercado futuro. Nos exercícios cujos resultados são apresentados a seguir trabalhamos com taxas de juros de um mês (anualizadas) para o Brasil e para os EUA, e com a depreciação implícita no contrato de dólar futuro para um mês da BM&F. Como *proxy* da inflação esperada para o mês, usamos uma média móvel de 12 meses da inflação, centrada no mês de referência. Foram também realizadas estimativas do diferencial coberto de juros para contratos de um ano de prazo, e neste caso utilizamos a taxa de juros dos contratos futuros de 1 ano da BM&F para o Brasil, e a taxa dos títulos do tesouro com maturidade constante de 1 ano para os Estados Unidos.

A diferença média dos juros reais entre Brasil e EUA foi de 10,5 pontos percentuais nos últimos 5 anos (2002-2006). O gráfico 5 a seguir mostra a evolução mensal desta variável, e nele pode-se notar uma redução forte e temporária no segundo semestre de 2002 e início de 2003, relacionada a uma intensa – e também efêmera – aceleração inflacionária, que não foi suficientemente compensada pelo aumento da diferença entre os juros nominais. Mais adiante voltaremos a este fenômeno, cabendo agora apenas salientar que, superado este episódio, pode-se observar uma tendência declinante a partir de meados de 2003.

Gráfico 5
Diferencial de Juros Reais entre Brasil e EUA
(em pontos percentuais)

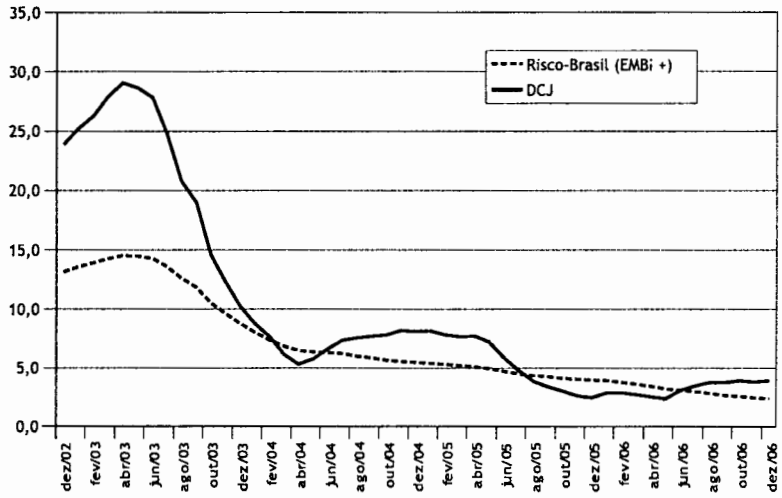


Fonte: Banco Central do Brasil, Federal Reserve Board, BLS e IBGE. Elaboração dos autores.

Seguindo a equação (3) acima, comecemos a nossa análise desta enorme brecha entre os juros reais do país e do exterior pelo diferencial coberto de juros. Este diferencial deve, a princípio, refletir o risco de default e todos os demais elementos que diferenciam os títulos do país em relação a títulos externos de risco zero, que não a diferença entre as moedas em que são denominados.

O gráfico 6 apresenta a evolução do diferencial coberto de juros, lado a lado com a evolução do risco-Brasil medido pelo JP Morgan (EMBI+). Ambas as variáveis dão um salto no segundo semestre de 2002 e depois passam a seguir uma tendência nitidamente declinante. O movimento ascendente inicial está associado às incertezas do período eleitoral de 2002, em particular quanto a qual seria a política econômica do governo Lula. No que se refere ao co-movimento de acentuada queda que se segue, não faltam explicações: a superação das referidas incertezas, a melhoria dos fundamentos da economia, a continuidade das iniciativas de liberalização da conta capital e financeira e o quadro de crescente liquidez internacional e redução da aversão ao risco.

Gráfico 6
Diferencial Coberto de Juros e Risco-País (EMBI +)
Médias Móveis de 12 Meses



Fontes: Fed, JP Morgan, BMF e Banco Central do País.

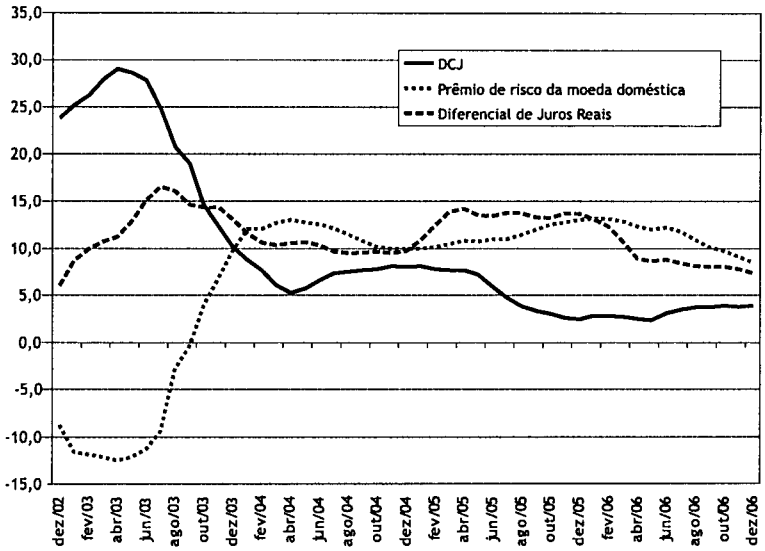
Em suma, a evolução do diferencial coberto de juros sugere um aprofundamento da integração financeira entre o país e o resto do mundo nos mais recentes anos, após um breve interregno ocasionado pela exacerbação das incertezas verificada entre o segundo semestre de 2002 e os primeiros meses de 2003. Contudo, e conforme já salientado anteriormente, não se verificou uma tendência semelhante –

pelo menos não com intensidade comparável – no que se refere ao diferencial de juros reais.

A razão pode ser encontrada no outro componente do diferencial de juros reais da equação (3), a saber, o prêmio de risco da moeda doméstica. Como se pode ver no gráfico 7 a seguir, o comportamento deste prêmio de risco impede que a queda do diferencial coberto de juros se converta integralmente em queda do diferencial de juros reais. Mas qual a razão desse comportamento do prêmio de risco da moeda doméstica?

O prêmio de risco da moeda doméstica tem, como vimos, dois componentes: a depreciação real esperada da moeda doméstica e o risco de que a depreciação esperada divirja da efetiva – traduzida pela diferença entre a depreciação implícita nos contratos de câmbio futuro e a depreciação esperada. Como a depreciação esperada da moeda doméstica não é uma variável observável, não há uma maneira inequívoca de identificar qual dos dois componentes teve maior peso na explicação do comportamento do prêmio de risco da moeda doméstica. Contudo, sabemos que houve uma redução substancial da volatilidade da taxa de câmbio ao longo dos últimos 3 anos, e a redução da volatilidade certamente reduziu o risco da apreciação/depreciação esperada divergir da efetiva, o que deve ter se traduzido na redução do prêmio de risco.

Gráfico 7
Diferencial Coberto de Juros, Diferencial de Juros Reais e Prêmio de Risco da Moeda Doméstica
Médias Móveis de 12 Meses



Fontes: Fed, JP Morgan, BMF e Banco Central do País.

A explicação deveria estar então na depreciação real esperada da moeda doméstica. Mas por que razão a depreciação real da moeda doméstica não apresentaria uma tendência declinante num contexto em que os fundamentos do balanço de pagamentos melhoraram substancialmente e a inflação do país reduziu-se para níveis próximos ao da inflação americana? A resposta a esta questão provavelmente se encontra na política monetária e cambial seguida pelo Banco Central nos anos recentes. De fato, na medida em que uma diferença elevada entre as taxas de juros interna e externa é mantida, a taxa de câmbio presente precisa apreciar-se o suficiente (undershooting) para dar lugar a uma depreciação esperada que equilibre o mercado de câmbio. A partir desse ponto o diferencial de juros deveria ser reduzido e a depreciação esperada também, em função de uma depreciação progressiva (Dornbusch, 1976). Mas, à medida que o Banco Central mantém a diferença de juros e logra algum sucesso com as intervenções (de compra) no mercado de câmbio, o câmbio segue apreciando e a depreciação esperada não se reduz.

4. EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA FINANCEIRA, MUDANÇAS REGULATÓRIAS E OPORTUNIDADES DELAS DERIVADAS

4.1 Introdução

Até há poucos anos atrás, pensar no aumento da integração financeira no MERCOSUL pareceria algo inteiramente descolado da realidade financeira do Brasil. E isto era assim mesmo na fase de grande integração comercial entre os países do bloco verificada nos anos 1990. Concretamente, com uma estrutura financeira baseada em bancos, cujos ativos eram concentrados em títulos públicos brasileiros que geravam elevada rentabilidade e baixíssimo risco, as oportunidades para a diversificação do portfolio e dos passivos das instituições financeiras, bem como para a integração financeira com as economias vizinhas, pareciam, na melhor das hipóteses, diminutas. Ademais as restrições ao movimento internacional de capitais eram muito elevadas no país e muito baixas nos parceiros do MERCOSUL, o que criava dificuldades óbvias para abrir o mercado financeiro para a região e o manter ao mesmo tempo fechado para o resto do mundo.

Nos últimos anos, contudo, com a consolidação da estabilização da economia brasileira, importantes transformações começaram a emergir e deverão se consolidar na estrutura financeira do país, alterando substancialmente o espaço para a integração financeira com os países da região. São particularmente relevantes, deste ponto de vista, cinco grandes tendências emergentes: o alongamento dos prazos de captações e aplicações financeiras; a redução de patamar dos juros reais; o crescimento do peso do mercado de capitais como fonte de financiamento do investimento; a mudança na composição da carteira dos investidores institucionais, de títulos da dívida pública para títulos privados; e as alterações nas regras cambiais que viabilizam as aplicações no exterior. Algumas destas transformações são convergentes com o que vem ocorrendo nos países europeus e a experiência destes pode trazer sugestões e lições para o MERCOSUL, como se procurará explorar nesta e na próxima seção.

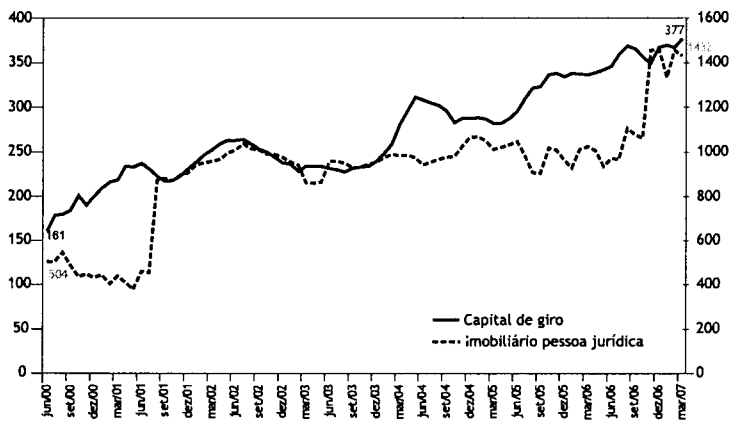
4.2 Alongamento Dos Prazos E Redução Do Patamar De Juros Reais

A consolidação da estabilidade de preços, mesmo após o desafio proveniente de dois choques cambiais de grandes proporções em 1999 e

2002[28], culminou com a obtenção de taxas de inflação decrescentes e bastante baixas em 2006, ao final do primeiro governo Lula. Neste contexto, começou a se verificar um processo de alongamento dos prazos de captações e aplicações financeiras, abarcando títulos da dívida pública, títulos privados, e diferentes modalidades de crédito. Os gráficos 8 e 9 a seguir mostram a acentuada elevação, nos últimos anos, dos prazos médios de algumas modalidades relevantes de crédito para as empresas e para as famílias.

As mudanças em curso, nos últimos anos, nas características das operações de crédito e dos ativos financeiros, não se limitam à extensão dos prazos, mas envolvem também a diversificação de instrumentos, a redução dos juros e a substituição de contratos pós-fixados por prefixados. Este último fenômeno é, na verdade, uma outra face do processo de alongamento dos prazos. De fato, como exposto na seção 1 deste trabalho, os investidores no mercado brasileiro tinham uma preferência por títulos indexados à taxa de juros do overnight – e nos momentos de crise cambial, aos ativos indexados ao dólar. Mas a trajetória de queda persistente das taxas de juros (e também o prolongado processo de apreciação cambial) tem levado, nos últimos anos, a um crescimento progressivo da participação dos ativos financeiros e dos créditos (inclusive imobiliário)

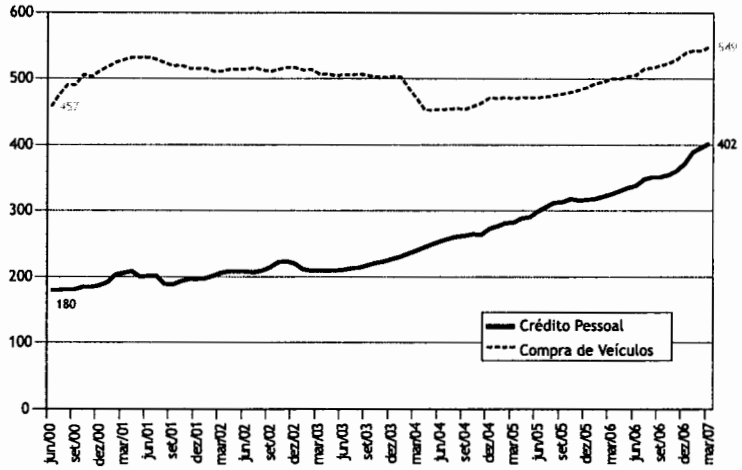
Gráfico 8
Crédito para as empresas



Fonte: Banco Central do Brasil

28 O primeiro, no contexto da mudança para o regime de câmbio flutuante, em janeiro de 1999, produziu uma depreciação cambial de cerca de 50% em apenas 3 meses, enquanto que o segundo, ocasionado pela ascensão do Partido dos Trabalhadores ao poder, pela primeira vez na história do país, levou a taxa de câmbio média mensal a subir 61% entre janeiro e outubro de 2002.

Gráfico 9
Crédito para as famílias



Fonte: Banco Central do Brasil

com taxas prefixadas. No caso do perfil da dívida pública, a mudança em prol dos prefixados e dos indexados a índices de preços em detrimento dos títulos indexados à taxa de juros de curto prazo e ao dólar é notável nos últimos anos, como mostra a tabela 8.

Tabela 8
Títulos Públicos Federais - Participação % por indexador

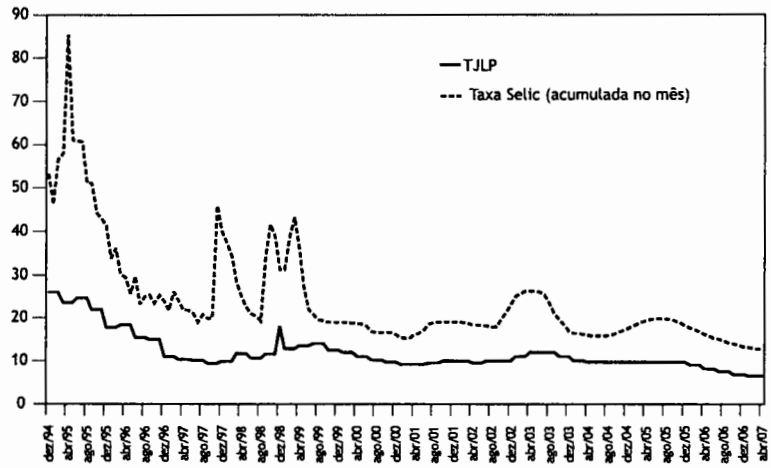
	Total	Over/ Selic[1]	Taxa de Câmbio[1]	Índices de Preços	Prefixado	Outros
	R$ bilhões			Participação %		
dez/00	506,7	52,7	22,5	6,0	14,9	4,0
dez/01	605,4	54,4	29,5	7,2	8,1	0,8
dez/02	687,3	41,9	33,5	11,4	2,0	11,2
dez/03	787,6	46,6	20,5	12,6	11,6	8,8
dez/04	857,5	49,5	9,3	14,1	19,0	8,1
dez/05	1002,5	52,1	1,2	15,2	27,2	4,4
dez/06	1153,5	38,1	-1,0	21,4	34,2	7,3
mar/07	1248,6	35,5	-0,9	20,7	34,1	10,6

(1) Inclui swaps.

Fonte: Banco Central do Brasil (Nota para a Imprensa - Política Fiscal).

No centro deste conjunto de transformações nas características do crédito e dos ativos financeiros está o prolongado movimento de queda das taxas de juros (e a perspectiva de que o movimento prossiga até a superação desta anomalia brasileira que são os juros – nominais e reais – excepcionalmente altos, vide seção 2). De fato, movimentos de altas e baixas nas taxas de juros costumam ser tratados como fatores de natureza conjuntural. No caso brasileiro, contudo, a manutenção de taxas elevadíssimas de juros reais por mais de uma década[29] conferiu a este fenômeno uma característica quase que estrutural. Como argumentado anteriormente (seção 1), e também em Souza, Silveira e Carvalho (2006), este foi um dos fatores responsáveis pela particular estrutura financeira montada neste país. No entanto, como se pode observar no gráfico 10 a seguir, tanto as taxas de juros de curto prazo quanto as de longo prazo vem apresentando um movimento tendencial de queda, que já se tornou suficientemente importante para induzir as transformações financeiras acima relatadas.

Gráfico 10
Taxa Selic e Taxa de Juros de Longo Plazo
(% anualizado)



Fonte: Banco Central do Brasil

29 Antes da implementação do Plano Real, em julho de 2004, as altíssimas e voláteis taxas de inflação faziam com que a idéia de taxa de juros real da economia tivesse pouco sentido, dada a grande dispersão das variações de preços entre setores e mesmo dentro de setores, além das acelerações/desacelerações da inflação que ampliavam a variância da inflação esperada.

4.3 Crescimento Do Peso Do Mercado De Capitais Como Fonte De Financiamento Do Investimento

Com juros mais baixos e prazos mais longos ampliou-se a demanda por crédito no mercado de capitais, em detrimento do crédito externo e do crédito oficial (sobretudo BNDES), ainda que estes continuassem crescendo (tabela 9). Como já referido na seção 1, a adaptação da legislação à nova realidade e o aperfeiçoamento institucional permitiram o desenvolvimento de instrumentos financeiros como os FDIC, que vem se expandindo bastante no período recente, e mesmo o forte crescimento das aplicações em debêntures, reforçado, entre outras medidas, pela padronização. Por outro lado, o crédito bancário continuou crescendo a taxas elevadas, de forma que, apesar do maior peso do mercado de capitais, a estrutura do sistema financeiro brasileiro continuou a ser baseada em bancos. Nisto há uma semelhança com o que vem se passando na Europa, havendo mesmo uma proximidade grande no que se refere aos níveis de capitalização do mercado de ações. Lá, a despeito do intenso crescimento do mercado acionário, cujo valor de capitalização subiu de 19% em 1990-1994 para 50% em 2000-2004 e, finalmente, 70% na atualidade (numa trajetória semelhante ao que se passou no Brasil, como se vê na tabela 10), os créditos bancários continuaram crescendo, mantendo a característica "bank-based" do sistema (Werner, 2006)[30].

Tabela 9
Principais Fontes de Financiamento de Longo Prazo
(Part.%)

Ano	Financiamento Externo de LP (R$ milhões)	Desembolsos do BNDES	Fianciamento via Mercado de Capitais[1]	Total
2000	59	23	18	100
2001	62	20	18	100
2002	49	33	18	100
2003	62	30	8	100
2004	50	32	18	100
2005	37	27	35	100
2006	40	20	40	100

1 Emissões Primárias de Ações, Debêntures, FIDC, Notas Promissórias e CRI.

Fontes: Banco Central do Brasil, BNDES e CVM.

30 Alguns dão mais ênfase à mudança em curso da estrutura financeira do que à manutenção de sua característica "bank-based". Hartmann et al. (2003), por exemplo, descrevem assim o fenômeno: "the continental european system is no longer 'bank-based' in the same way as it was in the past. While credit institutions are still the preferred source of intermediation for financial investment in the euro area, their 'traditional' business is on a relative decline compared to other intermediaries, such as investment funds, pension funds and insurance companies" (pág. 12).

Tabela 10
Capitalização do Mercado Acionário

Período	% do PIB
1996-1999	26,5%
2000-2003	31,6%
2004-2006	47,5%
2007 (jan-mar)	66,3%

Fonte: Banco Central do Brasil.

4.4 Redirecionamento Da Carteira Dos Investidores Institucionais

A carteira dos investidores institucionais cresceu aceleradamente ao longo da presente década. No caso dos fundos de pensão, a expansão real foi de 9,3% a.a. entre 2000 e 2006, alcançando neste último ano um valor de R$ 381 bilhões, equivalentes a 16,4% do PIB. Quanto aos fundos mútuos de investimento, seu crescimento real anual foi de 12,6% no período, e o valor da carteira alcançou R$ 906 bilhões, ou 39% do PIB, em 2006.

Há que destacar que essa expansão do portfolio dos investidores institucionais vem sendo acompanhada, recentemente, de alteração na sua composição, com aumento dos títulos privados em detrimento dos públicos (tabela 11), e dos títulos de renda variável (sobretudo ações), em prejuízo dos de renda fixa. Dentro destes últimos, também se destaca que os prefixados ganham espaço relativamente aos pós-fixados. Estes movimentos, que prometem dissolver algumas das idiossincrasias da estrutura financeira brasileira, resultam, de um lado, da queda tendencial dos juros e da redução da dívida pública como proporção do PIB, e de outro, de inovações institucionais que tem impulsionado o mercado de capitais.

Tabela 11
Fundos de Investimento - Direcionamento da Carteira(1)

	Total		Títulos Públicos		Títulos Privados	
	R$ bi	Participação %	R$ bi	Participação %	R$ bi	Participação %
2000	282,8	100,0	246,5	87,2	36,3	12,8
2003	521,1	100,0	412,9	79,2	108,2	20,8
2006	906,2	100,0	647,3	71,4	258,9	28,6

(1) Final do período.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Os processos que se acabou de descrever são incipientes e, *coeteris paribus*, tendem a se aprofundar na medida em que os fatores que os determinaram devem continuar produzindo efeitos num futuro previsível. Em particular, cabe chamar a atenção para a queda da dívida pública como proporção do PIB, dado o peso que os títulos emitidos pelo setor público tiveram – e ainda têm – no portfolio dos investidores institucionais e das instituições financeiras. Na medida em que sejam cumpridas as metas para o superávit primário adotadas pelo governo – e elas têm sido cumpridas e mesmo superadas nos últimos anos – pode-se esperar uma queda da dívida pública de 44,9% do PIB em 2006 para algo em torno de 36% do PIB em 2010, o que, se tomado em conjunto com o crescimento do tamanho da carteira dos investidores institucionais, significa um espaço razoável para a colocação de títulos privados.

Mais uma vez verifica-se aqui uma semelhança com o que ocorreu na Europa nos anos 1990, a partir do Pacto de Crescimento e Estabilidade, quando o mercado para a colocação de títulos privados passou a crescer em conseqüência da queda da dívida pública como proporção do PIB, da reestruturação das empresas e da liberalização dos negócios de telecomunicações (Hartmann et al., 2003, págs. 13 e 16).

4.5 Alteração Nas Regras Cambiais E Em Outros Instrumentos Legais

A conversibilidade da conta capital e financeira se deu em tempos bastante distintos no que se refere às aquisições de ativos brasileiros por não residentes e às compras de ativos externos por residentes no país.

Quanto às primeiras, a lei 4131 de 1964 foi estimulante no que se refere ao investimento direto e aos empréstimos externos. Mas foi só no início dos anos 1990 que a lei viabilizou investimentos de estrangeiros no mercado de capitais brasileiros. De uma maneira geral, as regras relativas à entrada de capitais estrangeiros no país foram sendo flexibilizadas com antecedência em relação às relativas à saída de capitais brasileiros. Assim, a presença de estrangeiros no mercado de capitais brasileiro cresceu de forma significativa nos anos 1990 e, depois de uma retração associada à crise cambial do final da década, voltou a crescer forte ao longo da primeira década deste século (tabela 12). O mesmo vem ocorrendo no mercado de derivativos (tabela 13).

No que se refere à aquisição de ativos externos por brasileiros, as restrições cambiais já vinham sendo flexibilizadas, desde os anos 1990, conforme tratado na seção 2.1 anterior. Foi, contudo, a partir da unificação dos chamados mercados de

Tabela 12
Participação de Investidores Estrangeiros no Mercado Acionário Brasileiro (Posição em final de período)

Ano	Valor da Carteira (US$milhões)	Participação (%)
2000	17031	7,6
2001	13746	7,5
2002	7749	6,4
2003	17464	7,5
2004	26188	7,9
2005	48629	9,8
2006	83008	11,6

Fontes: Banco Central do Brasil e CVM.

Tabela 13
Participação de Investidores Estrangeiros na BM&F(1) - Volume Financeiro dos Contratos em Aberto (R$ milhões)(2)

	Compra			Venda		
	Total	Estrangeiros	Partic.%	Total	Estrangeiros	Partic.%
dez-00	129300	7018	5,4	129300	2317	1,8
dez-01	176000	32882	18,7	176000	14102	8,0
dez-02	176791	10984	6,2	176791	3477	2,0
dez-03	303244	32928	10,9	303244	21946	7,2
dez-04	384022	58068	15,1	384022	19836	5,2
dez-05	624256	196630	31,5	624256	61463	9,8
dez-06	719639	189129	26,3	719639	84145	11,7
mai-07	767375	173317	22,6	767375	133321	17,4

(1) Participação nos contratos futuros de cumpom cambial, taxa de juros e dólar, que são os de maior volume. Os demais contratos não foram considerados.
(2) Valor estimado.

Fonte: BM&F

câmbio livre e do flutuante[31], em março de 2005, que as regras cambiais passaram a admitir a livre movimentação de recursos de brasileiros para aplicações no exte-

31 A rigor, ambos eram mercados de taxas flutuantes. Não obstante, havia uma separação entre atividades que podiam cursar por cada um deles e algumas regras que distinguiam a operação cambial nos dois mercados.

rior, desde que registradas e que paguem impostos[32]. No que se refere às aplicações dos investidores institucionais, permaneceram restrições, inclusive originárias de outros órgãos reguladores que não o Banco Central, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Posteriormente, no início de 2007, a CVM e o Conselho Monetário Nacional (CMN) autorizaram os fundos de investimento comercializados dentro do país a direcionar até 20% de suas carteiras[33] à aquisição de ativos financeiros externos, sejam eles títulos, ações ou derivativos. Mas por enquanto os fundos de pensão, assim como as entidades de previdência regulamentadas pela Superintendência de Seguros Privados (Susep), ainda não têm autorização para aplicar no exterior.

32 Na linguagem oficial, "As pessoas físicas e as pessoas jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, sem limitação de valor, observada a legalidade da transação, tendo como base a fundamentação econômica e as responsabilidades definidas na respectiva documentação." (artigo 10 da Resolução 3265 de 4 de março de 2005, do Banco Central do Brasil).

33 Instrução 450 de 30/3/2007 da CVM e Resolução nº 3.334, alterada em 26/04/2007, do CMN. Para os fundos de forma geral foi fixado o limite de 10% para aplicação em ativos externos, mas para os fundos multimercados, dirigidos a investidores mais qualificados, o limite foi ampliado para 20%. Está sendo ainda examinada pelas autoridades a permissão para a criação de fundos que possam aplicar 100% de seu patrimônio em ativos externos.

5. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE AS PERSPECTIVAS DE INTEGRAÇÃO FINANCEIRA COM O MERCOSUL

Para o bem e para o mal, a economia brasileira vem trilhando um processo de abertura da conta capital e de integração financeira com o resto do mundo desde o início dos anos 1990, inserindo-se assim no processo mais amplo de globalização financeira. É quase que um truísmo afirmar que tal processo encerra riscos não desprezíveis, mas também oportunidades. Não foi objeto do presente texto discutir os inconvenientes, os riscos e as formas de minimizá-lo. O que interessa aqui destacar, ainda que de forma bastante sumária, são algumas oportunidades relacionadas à integração com os parceiros do MERCOSUL, dado o presente contexto de abertura da conta capital e financeira.

A integração financeira pode vir a ser um instrumento para alavancar o comércio e o investimento direto intra-regional, diversificar riscos para os aplicadores, e mobilizar fundos a serem alocados espacialmente de acordo com a demanda de investimento em cada um dos países do bloco. A experiência européia mostra que a adoção de uma moeda comum e, portanto, de uma política monetária única, foi o gatilho para uma forte integração em alguns mercados, sendo o caso do mercado monetário (money market) o mais evidente. Cabe notar, entretanto, que mesmo neste caso, a integração quase que perfeita (no sentido da eliminação dos diferenciais de juros, ajustados pelo risco) foi sendo alcançado no estágio final de preparação para o Euro, ao longo do ano de 1998 (Werner, 2006). Em outros casos, como o do mercado de bônus públicos, a maior integração (medida pelo % da dívida emitida por governos absorvida por não residentes) avançou antes da união monetária, embora tenha sido depois potencializada por ela (Hartmann et al., 2003, p.22).

No caso do MERCOSUL, a união monetária ainda é um objetivo relativamente distante, mas a possibilidade de avançar na integração financeira, com os objetivos acima referidos, pode ser viabilizada tanto por ações diretas do governo, como por meio de iniciativas no campo da regulação que facilitem o desenvolvimento de instrumentos privados de captação e aplicação de recursos entre as economias da região.

Pode-se objetar que a não existência da união monetária e, mais do que isso, a adoção de estratégias cambiais e monetárias distintas entre os dois principais países da região (Souza, 2006), pode promover grandes desalinhamentos e volatilidades nas taxas de câmbio bilaterais, o que inibiria os fluxos de capitais e a integração entre os mercados financeiros dos países do bloco. Entretanto, enquanto for esta a realidade, é possível o desenvolvimento de mecanismos de proteção cambial através da criação de contratos no âmbito, por exemplo, da Bolsa de Mercadorias & Futuros, através dos quais seja possível fazer, direta ou indiretamente, hedge contra as variações cambiais entre o real e o peso. Esta seria uma alternativa ao caso europeu, onde o chamado "trilema de política econômica" foi resolvido abdicando-se

da independência da política monetária entre os membros, em prol da livre mobilidade de capitais e do "câmbio fixo" na forma de uma moeda única. No caso do MERCOSUL, a solução passaria, na etapa atual, pela abdicação do câmbio fixo em prol de políticas monetárias autônomas e elevada integração financeira. E a instabilidade derivada do câmbio flutuante teria que ser compensada pelo desenvolvimento de mercados de derivativos para as moedas e ativos da região.

Um segundo obstáculo, que seria a própria instabilidade institucional e econômica, parece que vem sendo superada nos anos recentes. Os efeitos de uma maior estabilidade podem ser sentidos, por exemplo, nos fluxos de investimento direto. De fato, tão logo foi superada a crise argentina e o país retomou taxas elevadas de crescimento, os investimentos diretos brasileiros naquele país passaram a crescer acentuadamente. A rápida e intensa resposta destes fluxos são sugestivos do potencial de integração da região.

No caso do Brasil, a consolidação da estabilidade – e, mais recentemente, o reencontro com o crescimento econômico – vêm provocando uma expansão vigorosa dos mercados de capitais. Como vimos, ao mesmo tempo em que se diversificam os instrumentos de captação de recursos, abre-se um espaço importante para a absorção de novos papéis, inaugurando-se, por conseguinte, um período muito fértil para a criação de um mercado regional[34].

Em particular, os órgãos reguladores, que já abriram a possibilidade de diversificação externa do portfolio dos fundos de investimento, poderiam contemplar a possibilidade de facilitar aplicações no Mercosul. A propósito, cabe lembrar que os ativos externos elegíveis para aplicações por parte dos fundos de investimento deverão ser negociados em mercados organizados e com algum acordo para troca de informações com a CVM. Nada impede que, cumprindo-se procedimentos desta natureza, os percentuais sejam ampliados e novos instrumentos para investimentos recíprocos sejam viabilizados. A estandardização de mercados e títulos, que como já referido anteriormente, contribuiu para reforçar a expansão de determinados mercados domésticos, é certamente um fator importante para viabilizar a criação de um mercado regional do MERCOSUL. Este é portanto um dos espaços para se trabalhar a ampliação da integração financeira da região: estabelecer acordos de troca de informações entre as instituições supervisoras e a organização de mercados.

Por fim, cabe destacar uma iniciativa recente que pode ser um embrião de uma futura integração dos mercados monetários dos países do MERCOSUL: a criação de um sistema de pagamentos em moeda local do comércio bilateral entre Brasil e Argentina. No estágio em que se encontra atualmente, a proposta, a ser implemen-

34 A redução da vulnerabilidade externa no Brasil e nos outros países da região tem contribuído para a redução da volatilidade macroeconômica, criando assim uma oportunidade rara para romper o círculo vicioso, apontado por Fanelli (2007a), entre volatilidade macroeconômica, fragilidade institucional e mercados financeiros pouco desenvolvidos.

tada no segundo semestre de 2007, prevê pagamentos em moeda local pelos importadores de cada país aos seus bancos, com a compensação dos pagamentos sendo feita pelos bancos centrais dos dois países[35].

Este mecanismo deve levar a uma redução do saldo de dólares mantidos no exterior pelos bancos dos dois países para viabilizar o comércio exterior entre eles. Mas vem trazendo também outros avanços, muitas vezes negligenciados, e que certamente são cruciais para o processo de integração. Cabe lembrar, por exemplo, que um obstáculo evidenciado ao longo do processo de implantação do mecanismo e que provocou atrasos no mesmo foi a diferença entre os sistemas de informática do sistema bancário no Brasil e na Argentina, e a própria existência de múltiplos sistemas não compatibilizados dentro deste último país. Isto ressalta a importância da infra-estrutura como um elemento do processo de integração financeira, como aliás destacou Weber (2006) a propósito do papel do TARGET (Trans-european Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system) como uma das bases de apoio para a integração do mercado monetário europeu.

O desenvolvimento e compatibilização da infra-estrutura financeira é, evidentemente, um pré-requisito para o desenvolvimento institucional. Assim, para avançar do estágio ora em preparação para outro em que os bancos passem a manter saldos nas moedas do parceiro, e dêem maior liquidez às mesmas, caberá ainda fazer novos desenvolvimentos institucionais, cuja etapa mais avançada, a ser cumprida em algum momento no futuro, consistiria em criar um embrião de banco central regional que recebesse depósitos dos bancos dos países-membros, criando desta forma as bases de um mercado monetário regional.

Em suma, a integração financeira com os países do MERCOSUL pode vir a ser um instrumento para alavancar o comércio e o investimento direto intra-regional, diversificar riscos e mobilizar fundos de acordo com a demanda de investimento em cada um dos países do bloco. Embora a união monetária ainda seja um objetivo relativamente distante, a integração financeira pode ser viabilizada por meio de iniciativas que facilitem o desenvolvimento de instrumentos privados de captação e aplicação de recursos entre as economias da região. Dentre elas, destaca-se a necessidade de desenvolver um mercado de derivativos para as moedas e ativos da região – para compensar a instabilidade derivada do câmbio flutuante –, de estabelecer acordos de troca de informações entre as instituições supervisoras e organizar os mercados, de desenvolver e compatibilizar a infra-estrutura financeira dos países-membro. Vale notar ainda que a superação da instabilidade institucional e econômica na região, e, no caso do Brasil, a consolidação da estabilidade e o reencontro com o crescimento econômico, abrem um espaço importante para canalizar forças

35 De acordo com o esquema divulgado, os bancos encarregados de fazerem os pagamentos ao exportador do outro país seriam debitados em suas contas de reserva nos respectivos bancos centrais. E ao final de cada dia, feita a compensação entre os dois bancos centrais, apenas o saldo seria liquidado em dólares.

no sentido do crescimento e desenvolvimento de um mercado financeiro e de capitais regional.

No início deste trabalho foi dito que, a despeito dos grandes avanços observados nos anos recentes, o sistema financeiro brasileiro ainda apresentava distorções, além de ser atrofiado em determinados segmentos. A adoção de iniciativas, como as referidas acima, para promover a integração financeira no âmbito do mercosul, podem contribuir no processo em curso de superação destas deficiências pelo menos através de três canais. Primeiramente, pela abertura do leque de ativos disponíveis para abrigar a poupança financeira, o que ampliaria as possibilidadades de diversificação de riscos, contribuindo para a redução da volatilidade financeira. Além disso, a expansão do volume de negócios aumentaria a liquidez dos títulos emitidos, o que tornaria os papéis das empresas brasileiras (bem como as dos demais parceiros do MERCOSUL) mais atraentes para os investidores da região, dando um impulso adicional ao emergente mercado de bônus domésticos (debêntures). Por fim, e em conexão com iniciativas como a de um sistema de pagamentos em moedas locais, a integração financeira da região conferiria maior liquidez as moedas regionais, reforçando o processo em curso de financiamento externo em moeda doméstica, crucial para mitigar o problema de descasamento monetário (currency mismatch), que sempre se revelou um mecanismo perverso de propagação e aprofundamento de crises cambiais.

4

EL SISTEMA FINANCIERO URUGUAYO Y LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL MERCOSUR

Diego Aboal (CINVE)
Bibiana Lanzilotta (CINVE)
Marcelo Perera (CINVE)

Con la colaboración de
Fedora Carvajal (CINVE)
y Cecilia Velásquez (CINVE)

EL SISTEMA FINANCIERO URUGUAYO Y LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL MERCOSUR*

1. INTRODUCCIÓN

El sistema financiero uruguayo está subdesarrollado y presenta problemas de eficiencia para los estándares internacionales (Aboal, Lanzilotta y Perera, este volumen). Si bien este no es un fenómeno exclusivamente uruguayo, sino que es un problema compartido al menos con los demás socios del MERCOSUR, no por ello deja de ser importante. Un adecuado desarrollo del sistema financiero puede ayudar a suavizar las fluctuaciones de la economía y generar condiciones propicias para un crecimiento sostenido.

Si bien no hay dudas de que mucho se puede hacer en el frente interno para resolver algunos de los problemas de (y generados por) la arquitectura financiera uruguaya, otros requieren pensar en un ámbito más amplio. En particular, una mayor integración financiera con la región podría ser la respuesta para algunas de las restricciones impuestas a la economía uruguaya por su sistema financiero y por su particular dependencia a los mercados internacionales de capital.

En este contexto, este trabajo apunta a evaluar la situación actual del sistema financiero uruguayo con el objetivo último de extraer conclusiones sobre las condiciones en que éste se encuentra para su integración financiera en el MERCOSUR, y el posible impacto que ésta integración puede tener en la economía uruguaya.

En lo que sigue, en la sección II se realiza una breve descripción del sistema financiero uruguayo y se caracteriza al sistema bancario, el que representa la mayor

* Agradecemos a Néstor Gandelman y Bruno Gili por proporcionarnos sus bases de datos de empresas. Contacto con los autores: aboal@cinve.org.uy, bibiana@cinve.org.uy, perera@cinve.org.uy.

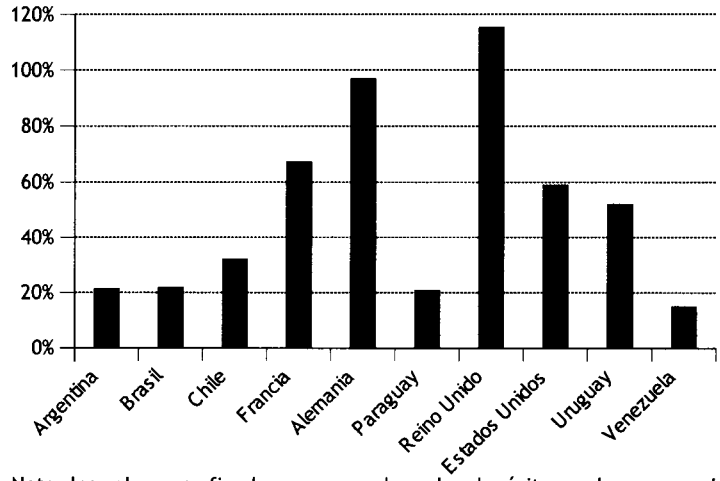
parte del sistema financiero uruguayo. En la sección III se describe el mercado de valores y se abordan algunas de las explicaciones de su extremo subdesarrollo. La sección IV muestra el formato que ha tenido la inserción financiera del país en los mercados internacionales. Finalmente en la sección V se presentan algunas reflexiones finales sobre el posible impacto de una mayor integración financiera en el MERCOSUR.

2. EL SISTEMA FINANCIERO URUGUAYO

2.1 Introducción

El sistema financiero uruguayo esta basado en la banca y no en el mercado de valores. El tamaño relativo del sistema bancario (medido como depósitos en el sistema en proporción al PBI) más que duplica el de los restantes socios comerciales del MERCOSUR tomados en forma individual (véase gráfico 1).[1] En parte esto se debe a que Uruguay ha cumplido un papel de plaza financiera regional, al percibírselo más estable que otros países del bloque. Esto ha llevado a que el país capte depósitos provenientes de la región, especialmente de Argentina. A efectos ilustrativos, los depósitos extranjeros representaban a noviembre de 2006 el 20% de los depósitos en moneda extranjera de los bancos comerciales uruguayos (si se suman las instituciones financieras externas, que operan únicamente *offshore*, alcanzan al 28%).

Gráfico 1
El sector bancario en países seleccionados.
Depósitos/PBI, 2005



Nota: los valores graficados corresponden a los depósitos en bancos en el año 2005 como proporción del PBI.

Fuente: Banco Mundial. Financial structure database. *Revisión 2006.*

1 Como dato útil para futuras referencias, el PBI de Uruguay del año 2005 fue de 16800 millones de dólares y el del año 2006 18000 millones.

Los bancos comerciales uruguayos concentran el 67% del total de activos del sistema financiero, otros intermediarios financieros un 19%, los fondos de pensión un 11% y las compañías de seguro el restante 3%, véase cuadro 1.

Cuatro son los rasgos fundamentales que caracterizan al sistema bancario en Uruguay: su alta concentración, una elevada dolarización, una importante participación de la banca pública, y por último, la inexistencia de banca privada nacional.

El sistema bancario Uruguayo está altamente concentrado; los tres mayores bancos del país concentran más del 60% de los activos bancarios, y el banco público BROU 43% del mismo (29% del sistema financiero). Si bien en la comparación regional estos valores son altos, los demás países del MERCOSUR también presentan niveles de concentración importantes, los que están cercanos al 50%, véase gráfico 2.

Una característica adicional del sistema financiero, y particularmente del sistema bancario, es su elevada dolarización. A noviembre de 2006 el 84% de los depósitos en los bancos estaba nominado en moneda extranjera (básicamente dólares). Si bien la economía esta en un proceso de desdolarización, este proceso es aún incipiente.

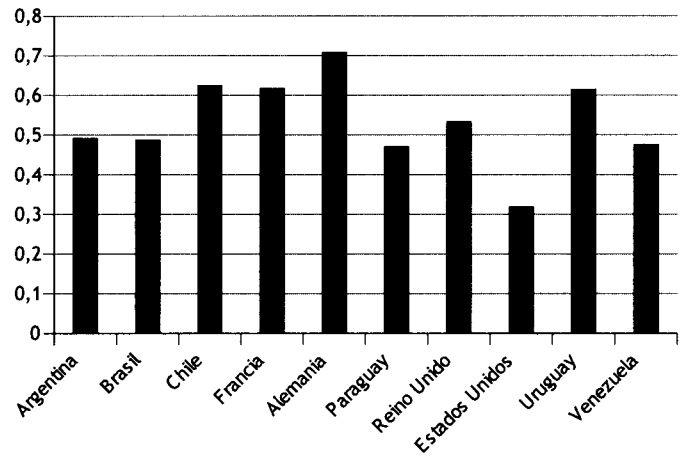
Cuadro 1
Estructura del sistema financiero uruguayo
a diciembre de 2005

	Cantidad	Activos (en millones USD)	% del Total de Activos
Bancos Comerciales	**15**	**12951**	**67**
Bancos Públicos	3	7885	41
BROU	1	5540	29
BHU	1	1318	7
Nuevo Banco Comercial	1	1027	5
Bancos Privados Nacionales	0	0	0
Bancos Extranjeros	12	5066	26
Otros Intermediarios	**15**	**3546**	**19**
Cooperativas	3	211	1
Casas Financieras	3	157	1
Instituciones Financieras Externas	6	3178	17
Fondos de Pensión	**4**	**2164**	**11**
Compañías de Seguro	**15**	**619**	**3**
TOTAL INSTITUCIONES FINANCIERAS	**49**	**19280**	**100**

Fuente: FMI (2006) en base a datos del Banco Central del Uruguay.

El tercer rasgo característico es la elevada participación de la banca pública. Esta concentra el 61% de los activos del total del sistema bancario. Entre ellos, el banco público BROU, capta casi el 71% de los activos de los bancos públicos. A su vez, el país no cuenta con bancos privados nacionales, los 3 existentes en el año 2001 colapsaron en la crisis financiera de 2002 y uno de ellos, el Banco Comercial, paso a la orbita estatal. Actualmente los bancos extranjeros concentran el 39% de los activos del sistema bancario y 26% del sistema financiero en su conjunto.

Gráfico 2
Grado de concentración en el sistema bancario



Nota: los valores graficados corresponden a el valor de los activos de los tres bancos más grandes del país con respecto al total de activos del sistema.

Fuente: Banco Mundial. Financial structure database. *Revisión 2006.*

Actualmente, y como consecuencia de la crisis de 2002, el sistema bancario presenta vulnerabilidades y no cumple plenamente su misión de intermediación de los recursos financieros. La resolución de las falencias e insuficiencias que aún persisten en los regímenes de supervisión y control son aspectos claves para generar confianza en los agentes económicos y contribuir a la profundización financiera.

A continuación se presenta con mayor detalle la estructura del mercado y su grado de competencia, y se analizan algunos indicadores que pautan el funcionamiento del sector en cuanto a su grado de eficiencia y gestión de riesgos. Previamente, se realiza una breve síntesis de la evolución del sistema desde la década de los setenta, conjuntamente con la de su regulación, con el objetivo de identificar algunos elementos que ayuden a la comprensión de la configuración y características actuales del sistema.

2.2 Los cambios en la regulación del sistema: respuestas a las crisis

La historia de la regulación financiera y en especial la regulación bancaria, está fuertemente ligada a los períodos de crisis del sistema financiero. Tal como señala Polgar (2004), "los mayores y más importantes cambios en la regulación bancaria uruguaya se han registrado principalmente como reacción a crisis bancarias. ... [L]a nueva regulación que surgió luego de la crisis fue, a su vez, señalada entre las causas o propagadores de la siguiente crisis".

De hecho, el proceso de liberalización financiera que se inició en Uruguay a partir de mediados de los setentas se contrapuso a un período de fuerte regulación que se había implementado luego de la última crisis de 1965. El sistema financiero se liberalizó e internacionalizó. Como consecuencia de la liberalización, se logró la recomposición de los niveles de intermediación financiera prevalecientes antes de la inflación de la década del cincuenta.

No obstante, la ausencia de regulación prudencial junto con los choques externos adversos recibidos por la economía y errores e inconsistencias en las políticas macroeconómicas, dieron lugar a una crisis financiera (a partir de 1981 y 1982, asociada al abandono de la política de estabilización basada en pautas cambiarias preanunciadas conocida como "la Tablita") que llevó prácticamente a la insolvencia del sistema. El Estado decidió tomar medidas de asistencia a los intermediarios financieros y rescató a los bancos insolventes, afirmando así la percepción de que el Estado intervendría en casos de crisis, garantizando los depósitos del sistema.[2]

La intervención del Estado en los bancos "gestionados" evitó el cierre de instituciones, posibilitó que los depositantes recuperaran sus depósitos, que los trabajadores bancarios mantuvieran su fuente laboral y facilitó la refinanciación de los deudores. No obstante, no se atacaron los problemas estructurales de dichas instituciones, los bancos gestionados (que funcionaron con tolerancia regulatoria), continuaron experimentando pérdidas sin que se verificaran modificaciones importantes.

Recién en el año 1989 se instrumentan los principales cambios regulatorios apoyados en las "buenas prácticas" del Acuerdo de Basilea en respuesta a esta crisis bancaria, dado que la desregulación fue señalada como una de las principales razones que indujeron a los bancos a tomar excesivos riesgos. Los objetivos básicos de ese proceso fueron el fortalecimiento de poderes y la modernización de la supervisión del BCU, la racionalización de la política de encajes y la homogeneización del tratamiento de la banca pública respecto a la privada.

---

2 Este seguro implícito y gratuito permitió, en definitiva, que instituciones percibidas por el público como problemáticas no sólo no sufrieran corridas de depósitos sino que aumentaran su captación, debilitando así la disciplina de mercado.

En los años comprendidos entre 1993 y 1996, se confirieron al BCU un conjunto de potestades regulatorias sobre cuatro nuevos mercados: seguros, administradoras de fondos de ahorro previsionales, valores y fondos de inversión, lo que transformó al BCU en el "megacontrolador de la actividad financiera" uruguaya (Gianelli, 2003). A su vez, en 1995, se aprueba la Carta Orgánica del BCU, con la intención de saldar algunas de las falencias que la crisis de 1982-1987 había dejado en evidencia, avanzando así en el diseño de la red de seguridad.[3] La Carta Orgánica otorgó status legal a la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF), y limitó la capacidad del BCU como prestamista de última instancia, prohibiendo la asistencia a instituciones insolventes.

La última crisis financiera del año 2002 tuvo ciertos rasgos distintivos respecto de las anteriores. El principal fue que los bancos que quebraron fueron finalmente liquidados.[4] A su vez, en esta oportunidad los depositantes no residentes retiraron sus depósitos del sistema uruguayo. Sin embargo, lo que la ultima crisis mostró fueron los límites que tiene Estado como garante de los depósitos pero no necesariamente cuestionó su vocación como tal (Polgar, 2004).

En medio de la crisis de 2002 se intentaría dar un marco legal apropiado para la actuación en casos de crisis bancarias, mediante la creación del Fondo de Fortalecimiento del Sistema Bancario (FFSB) como un fondo de garantía de depósitos con aporte estatal. Sin embargo, más allá de los avances que se han logrado en los últimos dos años en la supervisión y el funcionamiento del sistema financiero, persisten algunos aspectos en la institucionalidad de supervisión vigente, que directa e indirectamente limitan la efectividad de la regulación y supervisión del sistema.

Dichas deficiencias refieren a las condiciones de autonomía externa e interna de los supervisores y reguladores del sistema. El BCU es un Ente Autónomo y goza, de acuerdo a la Constitución, de autonomía externa respecto del poder ejecutivo. Está calificado como un servicio del dominio comercial del Estado, lo que incluso le otorga mayor autonomía presupuestaria que otros organismos. La Carta Orgánica del BCU refuerza esta idea al establecer que cuenta con autonomía técnica, administrativa y financiera, es decir que posee autonomía para organizar y gestionar su funcionamiento y disponer de sus recursos. Sin embargo, en la actualidad el poder ejecutivo tiene la potestad de sustituir total o parcialmente a los directorios de los entes autónomos, lo cual limita la autonomía institucional del BCU. Un elemento adicional que se debe tener presente, es la forma de designación del directorio (utilizando criterios políticos) y la sincronización de su designación con el ciclo político.

---

3 Cabe recordar que el BCU había sido creado en el año 1967. De acuerdo a Gianelli (2003), hasta 1995 el BCU operaba conforme a lo que se dio en denominar la "Carta Orgánica Invisible", un conjunto de disposiciones y reglamentaciones bajo las que funcionaba.

4 Asimismo, el Nuevo Banco Comercial (banco de propiedad estatal regido por el derecho privado creado a partir de los tres bancos liquidados) no contó con tolerancia regulatoria.

En lo referente a la organización interna, el BCU posee una estructura jerárquica que centraliza las decisiones en el Directorio, conviviendo un conjunto de órganos de regulación y supervisión del sistema financiero BCU con disparidades en cuanto a sus potestades y autonomía. Por un lado, las Superintendencias son órganos desconcentrados que poseen autonomía técnica y operativa y las Divisiones y Áreas (como la División de Control de Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP's) y el Área de Mercado de Valores) actúan únicamente por delegación del Directorio y carecen de autonomía interna.

Actualmente se encuentra en discusión en el Parlamento uruguayo un proyecto de ley que introduce modificaciones a la Carta orgánica del BCU y que modifica muchas de las condicionantes comentadas, apuntando a dotar de mayor autonomía al regulador. Por un lado, en lo concerniente a la autonomía externa del BCU, se propone una ampliación del número de directores a 5 miembros (actualmente 3), y una extensión del plazo de su mandato hasta 8 años. Estos directores, serían renovados en forma escalonada, y de manera no sincronizada al período de gobierno. Por otro lado, en lo referente a la autonomía interna y coordinación de los órganos de supervisión al interior del BCU, el proyecto de ley propone la unificación en un solo organismo de la supervisión y la regulación de todos los componentes del sistema financiero como bancos, seguros, AFAP, mercados de valores, casas de cambio.

2.3 Estructura de mercado y grado de competencia bancaria

2.3.1 Introducción

Actualmente el sistema financiero formal uruguayo está compuesto por dos bancos públicos, uno con funciones tanto de banco comercial como de banco de fomento (BROU), y otro de fomento a la vivienda (Banco Hipotecario), 14 bancos comerciales privados, 2 cooperativas de ahorro y crédito, 6 casas financieras y 5 instituciones financieras externas.[5]

La crisis financiera de 2002, al igual que su precedente (la de 1982) supuso un serio reajuste en la composición del sistema financiero. La composición y el número de intermediarios financieros variaron notablemente a partir de entonces. Tal como se observa en el cuadro 2, luego de la crisis desaparecieron más de un tercio de los intermediarios financieros existentes en 2001. La cantidad de bancos se redujo en dicha proporción, mientras que las casas financieras se mantuvieron prác-

5 Los datos corresponden a noviembre de 2006.

ticamente en número y las cooperativas de intermediación financieras quedaron reducidas a la mitad.[6] En términos generales, la crisis del sistema llevó a la desaparición de los principales intermediarios financieros privados, relativamente más especializados en la atención a micro-empresas (créditos pequeños), lo cual indirectamente, provocó el aumento de la participación de la banca pública.

Cuadro 2
Número de intermediarios financieros según tipo de institución. 2000-2005 (valores al final de cada año)

Tipo de institución	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 a/
Bancos Públicos	2	2	2	2	2	2	2
Bancos Privados	20	20	21	16 b/	13	13	14
Casas Financieras	8	7	7	6	6	6	6
Coop. de Interm. Financiera	6	6	6	4	4	3	2
Instituciones Financieras Externas	9	12	8	6	6	6	5

Notas: a/ Datos a Noviembre de 2006. b/ Incluye el Banco de Galicia con actividad suspendida.

Fuente: BCU

El efecto de la crisis financiera de 2002 fue aun mayor si se tiene en cuenta la disminución de la cantidad de sucursales y del número de empleados del sistema; ambos se redujeron casi un 40% (véase Cuadro 3).

Cuadro 3
Red física de las instituciones de intermediación financiera privada y número de personal ocupado. Valores al final de cada año.

Año	N° de sucursales	N° de empleados
2005	213	3902
2004	217	3915
2003	222	4066
2002	n/d	n/d
2001	355	6398
2000	349	6548

Fuente: BCU.

6 En 2006, una de las cooperativas de intermediación financiera pasó a la condición de banco.

2.3.2 La elevada participación de la banca pública

La importancia de la banca pública en la intermediación financiera es clara, si se observa tanto su participación en el total de depósitos del sistema como en los créditos. Los bancos públicos concentran actualmente el 50% de los depósitos totales y su participación es aún mayor en los depósitos en moneda nacional. Esta característica del sistema se exacerbó luego de la crisis (véase Cuadro 4 y gráfico 3).

No obstante, en los últimos años, en un contexto de incremento de los depósitos del sistema (véase gráfico 4), la banca privada ha recuperado fondos a tasas mayores que la pública. Aún así el sistema se encuentra lejos de alcanzar el nivel de depósitos existente en 2001. La caída de los depósitos a raíz de la crisis fue de casi 50%, mientras que al momento sólo se han recuperado algo menos del 15% de los mismos.

Por otra parte, la participación de los bancos públicos en el total de créditos concedidos (vigentes o vencidos) es de 50% (Gráfico 5). La banca privada explica casi la totalidad del restante 50%, dado que la porción de mercado que atienden las cooperativas de intermediación financiera y las casas financieras es muy pequeña.

A partir de 2002 el monto del crédito concedido se vio fuertemente reducido. Medido como porcentaje del PIB, el crédito global se encuentra en los niveles más bajos de las últimas dos décadas.

Cuadro 4
Depósitos del sector no financiero en el total de sistema bancario uruguayo. Porcentaje de participación según tipo de entidad a/

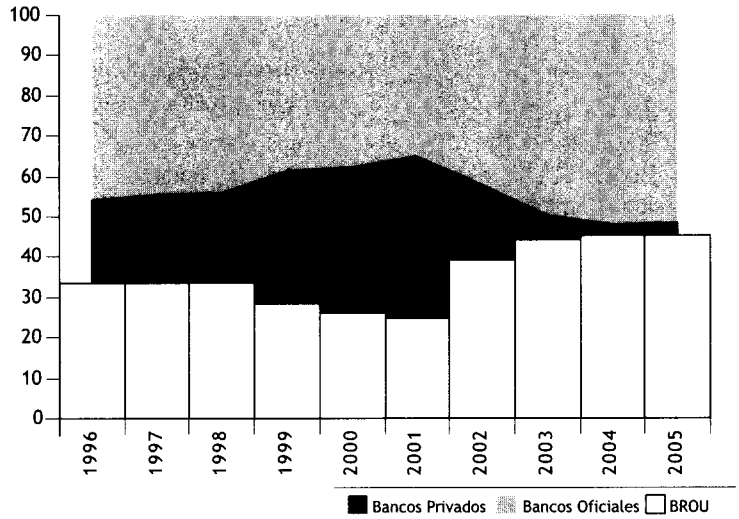
	Banca Pública			Banca Privada			Cooperativas y Casas Financieras		
	MN	ME	Total	MN	ME	Total	MN	ME	Total
Prom. 2000	55%	35%	40%	39%	59%	53%	6%	6%	7%
Prom. 2001	51%	33%	38%	42%	62%	57%	7%	5%	6%
Prom. 2002	53%	42%	35%	40%	54%	60%	7%	4%	5%
Prom. 2003	58%	49%	43%	33%	48%	53%	9%	3%	4%
Prom. 2004	61%	47%	50%	31%	50%	47%	8%	3%	3%
Prom. 2005	62%	47%	49%	33%	51%	48%	5%	2%	3%
Prom. 2006 b/	56%	45%	49%	43%	54%	49%	1%	1%	1%

Nota: a/ No incluye IFEs. b/Promedio a Noviembre de 2006. Las cifras pueden no sumar 100 debido a redondeos.

MN= Moneda Nacional, ME=Moneda Extranjera

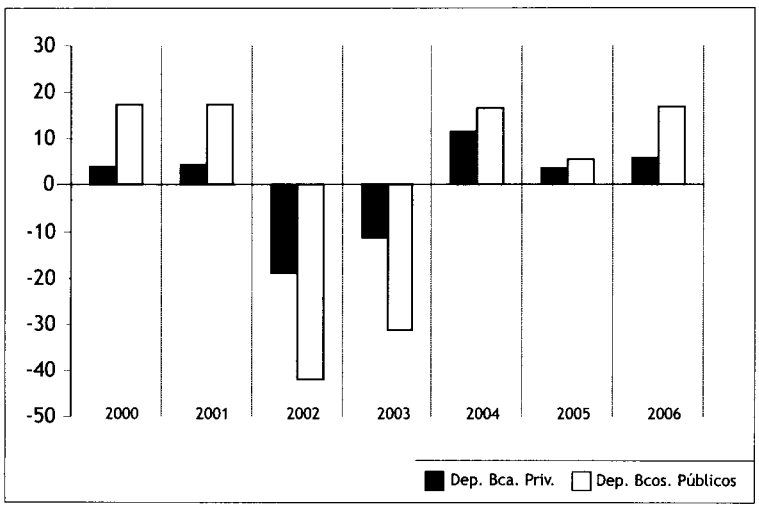
Fuente: Superintendencia de Instituciones Financieras BCU.

Gráfico 3
Participación en el total de depósitos (en porcentaje)



Fuente: en base a datos de BCU.

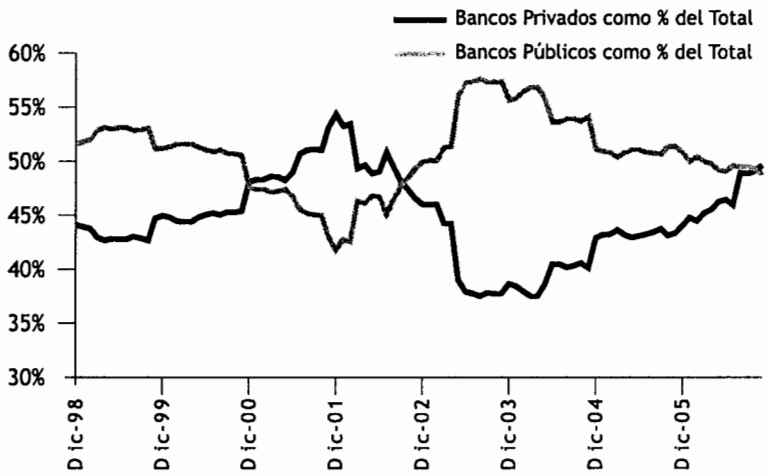
Gráfico 4
Variación anual promedio de los depósitos totales según sector institucional (en porcentaje)



Nota: El año 2006 incluye datos hasta 11/06.

Fuente: Elaborado en base a datos de BCU.

Gráfico 5
Participación de los Bancos Públicos y Privados en el crédito total al sector no financiero (en porcentaje)



Fuente: BCU.

Cuadro 5
Participación de cada tipo de entidad en el crédito total al sector no financiero residente (promedios anuales) a/

	Bancos Públicos			Bancos Privados		
	Total	MN	ME	Total	MN	ME
Prom. 2000	58%	80%	44%	39%	17%	53%
Prom. 2001	57%	80%	43%	43%	21%	54%
Prom. 2002	53%	75%	42%	44%	18%	52%
Prom. 2003	52%	78%	44%	37%	14%	44%
Prom. 2004	58%	82%	51%	38%	11%	48%
Prom. 2005	57%	85%	45%	42%	15%	55%
Prom. 2006 b/	53%	80%	39%	46%	17%	61%

Nota: a/ No incluye IFEs, y comprende créditos vigentes y vencidos.
b/ Promedio a Noviembre de 2006. Los porcentajes no suman 100 al no considerarse las cooperativas ni casas financieras, dado que su participación en la actualidad es poco significativa.

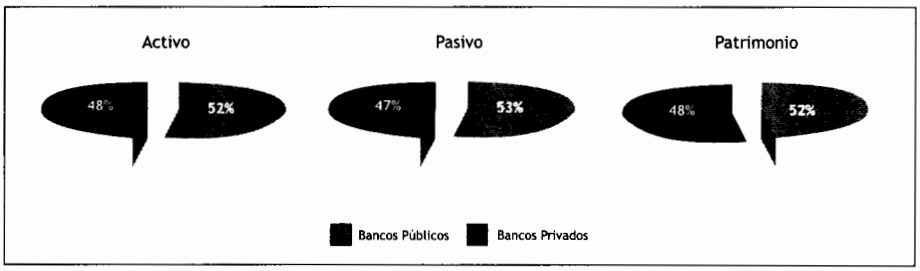
Fuente: Elaboración en base a datos de la Superintendencia de Instituciones Financieras, BCU.

Si se discrimina por deudor y por moneda, la participación de cada tipo de entidad en el mercado de crédito cambia (cuadro 5). Los bancos públicos poseen más de la mitad del crédito otorgado al sector residente (que en la actualidad representa 95% del total del crédito concedido) y prácticamente no otorgan crédito a no residentes. Si se considera exclusivamente el crédito en moneda nacional, la participación de la banca pública alcanza el 80%. Cabe mencionar así mismo que casi dos tercios del crédito (no financiero) en moneda nacional se dirigen a las familias.

Por el contrario el mercado de crédito (al sector público no financiero) en moneda extranjera es atendido predominantemente por la banca privada y su destino es básicamente la industria manufacturera y el sector agropecuario.

Si se tiene en cuenta el conjunto de activos y pasivos de sistema bancario, la participación de los bancos públicos es superior al 50% en ambos casos.

Gráfico 6
Estructura de participación de los bancos públicos y privados en el activo, pasivo y patrimonio del sistema. Datos al 30 de septiembre de 2006



Fuente: Superintendencia de Instituciones Financieras, BCU.

En el cuadro 6 se resumen un conjunto de indicadores de participación en el mercado financiero por tipo de institución e instrumento, para los años 2005 y 2006.

Cuadro 6
Participación de cada tipo de institución
según instrumento financiero. Años 2005 y 2006 a/b/

Instituciones	Bancos Públicos		Bancos Privados		Cooperativas y Casas Financieras	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
CRÉDITOS C/						
Residentes	53%	51%	42%	46%	5%	3%
Moneda nacional	80%	80%	15%	17%	5%	3%
Moneda extranjera	39%	33%	55%	63%	6%	3%
No residentes	0%	4%	84%	80%	16%	16%
Total	51%	50%	43%	47%	3%	3%
DEPÓSITOS						
Moneda nacional	62%	56%	33%	43%	5%	1%
A la vista	50%	55%	46%	44%	4%	1%
Plazo fijo	73%	68%	17%	27%	10%	5%
Moneda extranjera	47%	45%	51%	54%	2%	1%
A la vista	42%	43%	56%	57%	1%	1%
Plazo fijo	52%	52%	44%	46%	4%	3%
Residentes	53%	52%	45%	47%	2%	1%
No residentes	19%	19%	78%	77%	3%	3%
Total	49%	47%	49%	52%	3%	1%

Nota: a/ No incluye IFEs. b/Promedio a Noviembre de 2006. c/Incluye créditos vigentes y vencidos.

Fuente: Elaboración en base a datos de la Superintendencia de Instituciones Financieras, BCU.

2.3.3 Inexistencia de una banca privada nacional

Uno de los rasgos característicos del sistema financiero en la actualidad es la virtual desaparición de los bancos privados nacionales como corolario de la última crisis financiera.[7]

De esta forma, la participación extranjera en la banca privada es predominante, su peso en el sistema financiero se identifica con el de la banca privada antes rese-

7 En rigor el Nuevo Banco Comercial SA (NBC, ex Banco Comercial hasta agosto de 2002 cuando fuera suspendido) se encontraba en la condición de banco gestionado por el gobierno hasta 2005. Este banco en el año 2005 (en promedio) captaba aproximadamente 15% de los depósitos de la banca privada y 20% de los créditos.

ñado. Adicionalmente, si a esa participación en el sector de bancos se le agrega la cuotaparte en las casas financieras y la (totalidad) de las instituciones financieras externas (IFEs), el predominio es aún mayor. Las IFEs que operan únicamente *offshore* concentran aproximadamente el 10% de los depósitos en moneda extranjera si se considera la operativa global del sistema. Su participación en el crédito es marginal (3%) y se concentra en el segmento de moneda extranjera.[8]

2.3.4 Un alto grado de concentración

El tercer rasgo característico del sistema bancario es el alto grado de concentración que incluso se ha acrecentado en los últimos años según distintas medidas del mismo. La concentración es alta en términos comparados tanto respecto de la región como internacionalmente.

Los indicadores de concentración considerados aquí son el índice de Herfindhal (H) y el ratio de concentración C3. El primero se define como la sumatoria de los cuadrados de las participaciones de las partes de mercado de cada firma, es decir responde a la siguiente expresión:

$$H = \sum_{i=1}^{n} \left(\frac{x_i}{x} \right)^2$$

siendo i cada uno de los individuos considerados (en este caso bancos). Este índice, mediante algunas transformaciones algebraicas es posible expresarlo como:

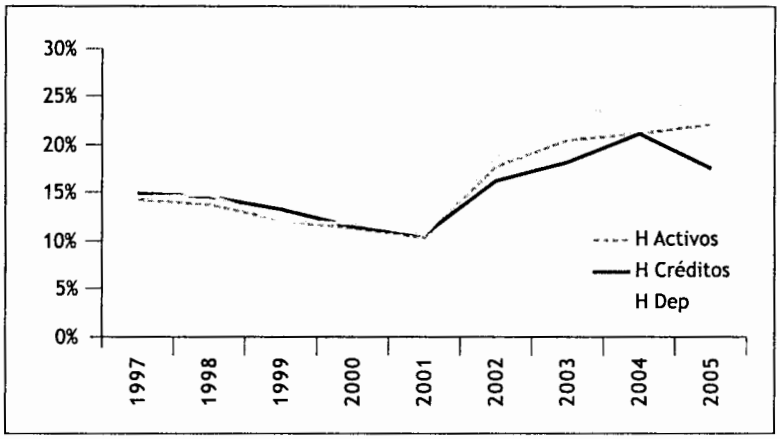
$$H = (c^2 + 1)n$$

siendo c el coeficiente de variación del tamaño de la firma, esto es el cociente entre el desvío estándar y la media del tamaño de la firma). Esta última expresión denota que el índice depende tanto de la desigualdad en las cuotas de mercado medida a través de c^2 como del número de empresas (n), tomando un valor máximo de 1 en caso de monopolio y un valor mínimo que tiende a 0 cuando el número de empresas es suficientemente grande (tiende a infinito).

El segundo indicador, el C3, se define como la suma de las partes de mercado de los tres mayores bancos. El índice H, al definirse en función de cuadrado de las cuotas de mercado, concede más importancia a las empresas más grandes. Si bien

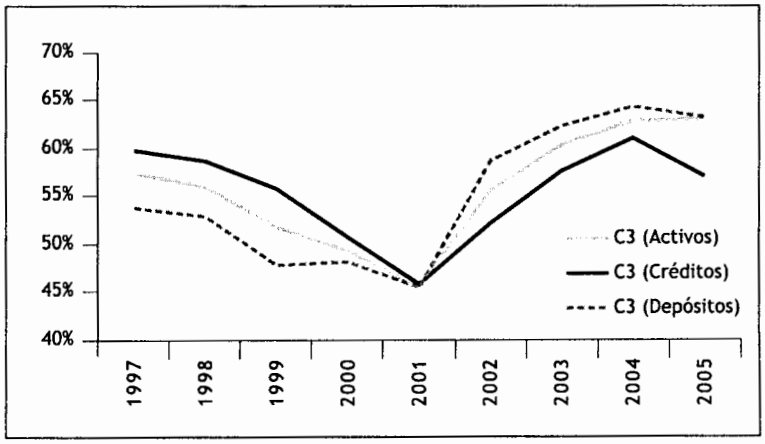
8 Prácticamente todo perteneciente a las casas financieras.

Gráfico 7
Índice de Herfindhal para el total de bancos públicos y privados, en activos, créditos y depósitos



Fuente: Elaborado en base a información de Superintendencia de Instituciones Financieras, BCU.

Gráfico 8
Participación de los tres mayores bancos (índice C3) en el total de activos, créditos y depósitos. Banca pública y privada



Fuente: Elaborado en base a información de Superintendencia de Instituciones Financieras, BCU.

aquí se calculan las dos medidas de concentración, se debe tener en cuenta que el C3 posee algunas limitaciones metodológicas (Amarante, 1998).

Los gráficos 7 y 8 muestran la evolución de ambos indicadores entre 1997 y 2005, referidos a créditos vigentes, a depósitos y al total del activo, calculados para el sector de bancario. Ambos gráficos dan cuenta del elevado grado de concentración del sistema bancario. Adicionalmente, el índice Herfindhal muestra una evolución descendente hasta el año previo a las crisis (2001) cuando alcanza en los tres indicadores utilizados el 11%. En 2002 y los dos años posteriores, crece significativamente, llegando a más que duplicar el mínimo de 2001. Se puede apreciar, asimismo, que el mercado de créditos parece estar levemente más desconcentrado que el de depósitos.

En principio, el alto grado de concentración que caracteriza al sistema financiero uruguayo puede verse como consecuencia de ventajas otorgadas, en términos de la regulación y supervisión del sistema, a la banca pública. Esta afirmación debería ser relativizada ya que la mayor concentración puede ser producto del desarrollo y sofisticación de las operaciones bancarias, sin embargo esto es más difícil de constatar.

2.4 El funcionamiento del sector bancario

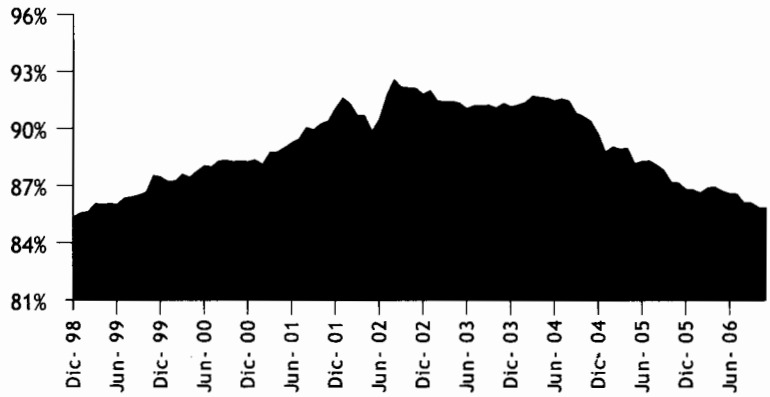
En el presente apartado se describe el funcionamiento de sistema financiero teniendo en cuenta los siguientes aspectos: el grado de dolarización, la estructura de plazos, el nivel y determinantes de los márgenes brutos del sector, su gestión de riesgos y el nivel de eficiencia técnica.

2.4.1 Elevada dolarización y predominancia de los depósitos de corto plazo

La elevada dolarización del sistema se expresa tanto en los depósitos como en los créditos concedidos. Los gráficos 9 y 10, dan evidencia de ello.

Si bien puede conjeturarse que los altos niveles de inflación son los responsables del algo grado de dolarización de depósitos y créditos, la estabilización de los precios en la década de los noventa no operó en sentido contrario. Por tanto, la estructura de depósitos en las diferentes monedas no experimentó cambios sustantivos cuando la inflación descendió, tal como lo evidencian los gráficos.

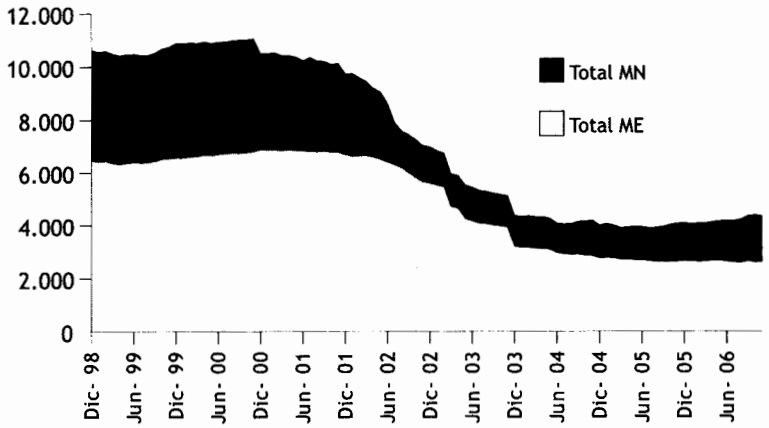
Gráfico 9
Porcentaje de Depósitos en moneda extranjera a/



Nota: a/ No incluye IFEs. Datos a Nov.2006.

Fuente: Elaboración en base a datos de la SIIF, BCU.

Gráfico 10
Crédito total al Sector No Financiero por monedas (expresado en USD) a/



Nota: a/ No incluye IFEs. Datos a Nov.2006.

Fuente: Elaboración en base a datos de la SIIF, BCU.

Si bien en los últimos años se ha reducido el grado dolarización y se ha observado cierta recuperación de la moneda nacional como medio de acumulación, los depósitos en moneda nacional continúan representando una porción reducida (alrededor de 15%).

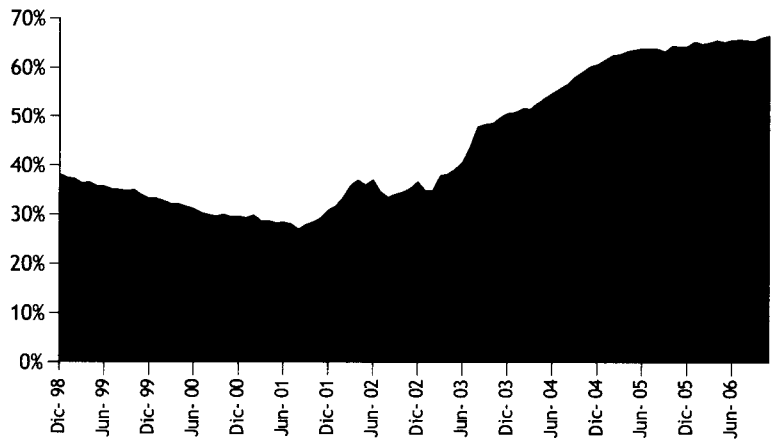
Esta estructura de los depósitos evidencia importantes vulnerabilidades y constituye una limitación al canal crediticio restringiendo la expansión del crédito en moneda nacional. No obstante, la dolarización en los créditos no es tan acentuada como en los depósitos. Se debe tener en cuenta que más de la mitad del crédito en moneda nacional está dirigido al financiamiento de las familias, y que en este segmento de mercado la participación de la banca pública es muy significativa.

Por otra parte, el elevado grado de dolarización limita el rol del Banco Central como prestamista en última instancia del sistema ante problemas de liquidez. Por lo tanto, el tímido proceso de desdolarización observado en la actualidad contribuirá a disminuir las vulnerabilidad del sistema bancario ante cambios bruscos en los en el valor de la moneda doméstica.

Por otra parte, y en forma más acentuada después de la crisis de 2002, se evidenció una mayor preferencia por parte del público hacia activos bancarios líquidos. Esto ha llevado a una elevada proporción de depósitos a la vista como porcentaje del total, de lo que da cuenta el gráfico 11. Esta situación supone una mayor vulnerabilidad, ya que genera descalce de plazos de activos y pasivos del sistema, al tiempo que obliga a los bancos a mantener mayores niveles de liquidez debilitando las posibilidades de otorgar crédito. Es importante señalar que a diferencia de lo que ocurre con la composición por monedas, la estructura por plazos no ha mejorado en los últimos años.

Licandro y Licandro (2004) señalan: "la crisis financiera que Uruguay vivió en 2002, detrás de su legado de devastación económica y social, dejó bien en claro,

Gráfico 11
Porcentaje de Depósitos a la vista a/



Nota: a/ No incluye IFEs. Datos a Nov.2006.
Fuente: Elaboración en base a datos de la SIIF, BCU.

como lo hiciera antes la crisis de la deuda de los años ochenta, el tipo de fragilidad que la dolarización le impone a la economía". Estos autores señalan además otro aspecto de esta fragilidad, aquel asociado a la condición de prestamista en última instancia del Banco Central: el costo de proveer liquidez a los bancos es más alto en dólares que en pesos por el simple hecho de que el Banco Central sólo puede imprimir moneda nacional. Esto ata de manos, y quita instrumentos a las autoridades a la hora de estabilizar la economía ante situaciones de *shocks*.

En suma, la combinación de alto grado de dolarización y de elevada liquidez de los depósitos dificulta significativamente la capacidad del sistema para generar y mantener la oferta de crédito, ya que impone grandes dificultades en el manejo del "descalce" de plazos, al tiempo que aumenta el riesgo cambiario.

2.4.2 Eficiencia y costos operativos

Diversos estudios han caracterizado los costos operativos de la banca y sus conclusiones no siempre son coincidentes. Por ejemplo, Croce y Macedo (1999) analizan el período 1991-1997 y concluyen que existen problemas de economías de escala y de alcance en el sistema. Para un período similar, Tansini y Triunfo (2000) constatan la existencia de retornos decrecientes a escala para el conjunto de bancos comerciales, y de retornos crecientes para los bancos privados. Encuentran que la eficiencia técnica no varia significativamente al excluir de la muestra al mayor banco (BROU).

A su vez, Croce *et al.* (2000) encuentran economías de escala y complementariedad entre los préstamos a las familias y el crédito corporativo y una fuerte elasticidad de sustitución entre los insumos trabajo y capital físico.

Por último, Ponce y Tansini (2001), quienes evalúan el nivel de eficiencia de 20 bancos privados que tuvieron actividad ininterrumpida entre 1992-1999, arriban a la conclusión de que existen economías de escala crecientes. Los resultados indican que la tendencia decreciente de la eficiencia técnica en el período 1992-1999 se asocia a la operativa de crédito con mayor nivel de dispersión, tanto en clientes como en montos. Por el contrario, la escala operativa de los bancos, así como la capacidad de diferenciar productos, incidirían positivamente sobre la eficiencia técnica promedio de los bancos privados.

No obstante, todos los trabajos disponibles coinciden en marcar que los costos operativos son elevados y tienen una importancia crucial en la determinación de los márgenes bancarios en Uruguay. Sin bien existe controversia en cuanto a la causalidad, debe tenerse en cuenta la existencia de los altos costos salariales originados en la presencia de una fuerte organización sindical en el sector bancario uruguayo, así como en las cargas sociales asociadas a estas remuneraciones.

2.4.3 Márgenes y tasas de interés

El análisis de las tasas de interés bancarias basado en la utilización de modelos contables básicos revela la importancia cuantitativa de los márgenes de intermediación para explicar el nivel de las tasas de interés activas de la economía uruguaya.

En particular, el *spread* marginal bruto (gráfico 12), indica la diferencia entre la tasa de las nuevas colocaciones y las tasas a las que el banco capta nuevos recursos en un determinado momento del tiempo.[9]

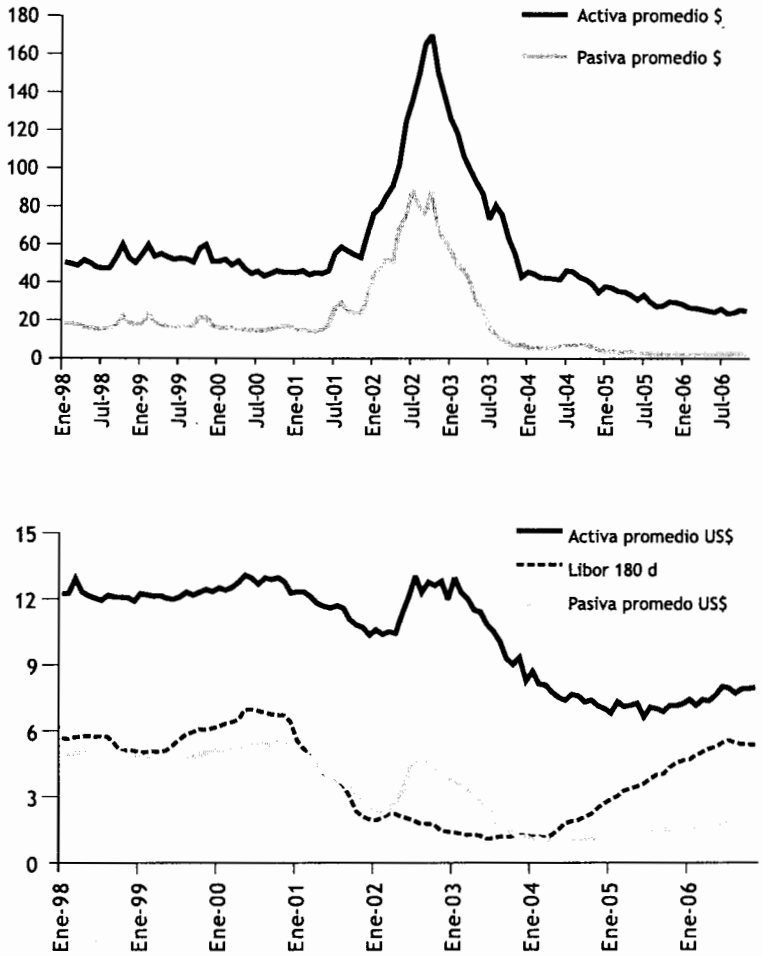
Importa entonces preguntarse de qué dependen dichos márgenes en el largo plazo, dado que constituyen un determinante relevante del comportamiento de largo plazo de las tasas de interés. Esta discusión no es independiente de las condiciones de mercado y de funcionamiento del sector analizadas previamente, en el sentido de que las causas de los elevados márgenes en el sistema bancario están estrechamente ligadas a la estructura de mercado del negocio bancario. Dependiendo de cuál sea la caracterización del mismo, se atribuirán las causas de la existencia de beneficios extraordinarios (si el mercado fuera no competitivo) o se pondrá el acento en los altos costos que enfrenta el sistema bancario.

Lorenzo y Tolosa (2000) partiendo de la comprobación de que los márgenes de intermediación bancaria constituyen el único determinante relevante del comportamiento de largo plazo de las tasas de interés en moneda nacional, analizan sus determinantes, concluyendo que éstos dependen negativamente de la inflación y del nivel de depósitos bancarios en el largo plazo, y se asocian positivamente con el nivel de dolarización. Descartan, a su vez, que los salarios del sector y el margen del Banco República tengan un efecto significativo en el largo plazo sobre los márgenes de intermediación financiera, contradiciendo la creencia de que los altos costos derivados de las cargas salariales o la propia dinámica del mayor banco de plaza determinaran estos márgenes.

La inflación tiene efectos contrapuestos sobre la operativa bancaria. Por un lado, influye positivamente en la medida en que los depósitos a la vista pagan un interés muy reducido o nulo, provocando que los bancos "recauden" impuesto inflacionario sobre sus depósitos, y de que en un contexto inflacionario pierden peso relativo los depósitos a plazo fijo a favor de los depósitos en caja de ahorro y a la vista, lo que origina un descenso de la tasa pasiva promedio, generando una mejora del resultado financiero de los bancos. Como contrapartida, la elevada inflación

9 Se debe distinguir entre el concepto de *spread* marginal y medio. Este último supone considerar la diferencia entre las tasas promedio de todas las operaciones pasivas y activas vigentes, mientras que el primero es una medida de la utilización de una unidad adicional de recursos. La caracterización de neto o bruto, deriva de la consideración o no de los costos de inmovilización de los encajes obligatorios. Como señalan Lorenzo y Tolosa (2000), cada una de las definiciones posee fines específicos y no ofrecen una descripción acabada del funcionamiento del sistema bancario.

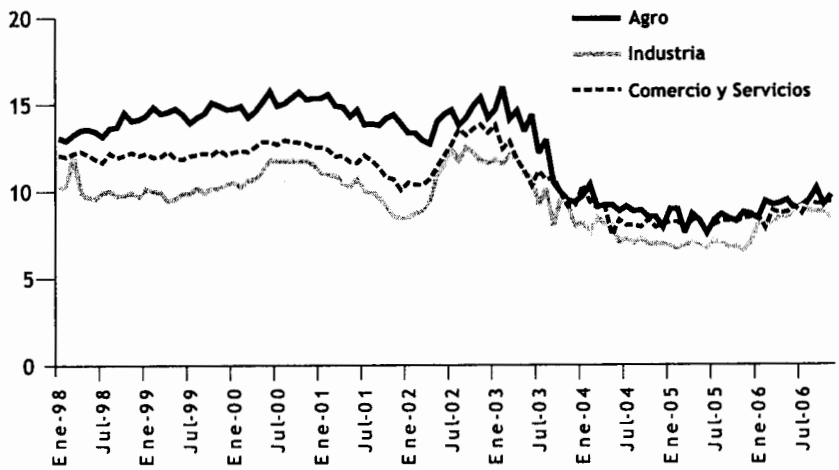
Gráfico 12
Tasas activas y pasivas promedio, en moneda nacional (arriba) y en dólares (abajo)

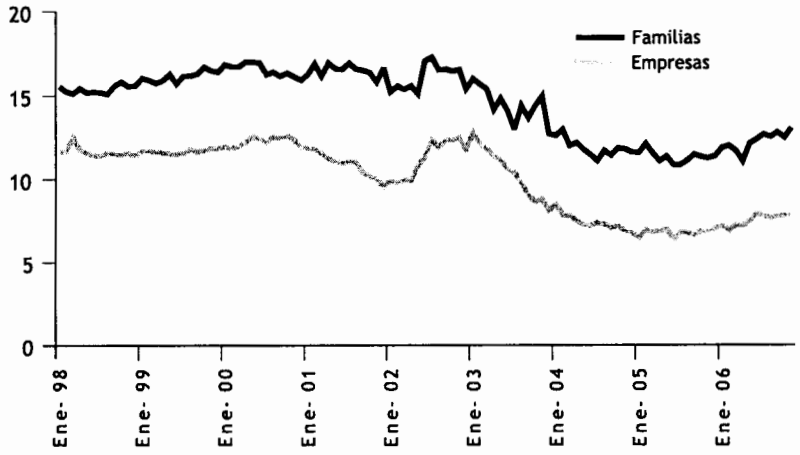


Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

genera un mayor costo financiero para los bancos por los encajes inmovilizados que deben mantener obligatoriamente en moneda nacional, al tiempo que genera un entorno económico más inestable, que redunda en un incremento del riesgo de las inversiones y genera un incentivo de los bancos al aumento de los márgenes para cubrirse de dicho riesgo. Respecto al efecto neto de la inflación sobre la rentabilidad existe cierto consenso de que es negativo, como lo evidencian Lorenzo y Tolosa (2000).

Gráfico 13
Tasas activas promedio en dólares, según sectores de actividad (arriba) y mercados (abajo)





Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Por su parte, la elevada dolarización de las carteras influye positivamente sobre los márgenes bancarios. Dado que el margen operativo en moneda nacional es claramente superior al correspondiente en moneda extranjera, la dolarización de las carteras bancarias provocó una baja de la rentabilidad del sector, que afectó los

resultados financieros de los bancos. Esto generó un incentivo a que éstos incrementen sus márgenes operativos. Cabe señalar, que si bien los altos niveles de inflación contribuyeron a explicar el alto grado de dolarización en la década de los 80, el descenso de la inflación ocurrido en los 90 no tuvo el efecto contrario (debido a la asimetría del comportamiento del público respecto a sus tenencias en moneda nacional en función de la evolución de la inflación). Como consecuencia, la estructura de depósitos en las diferentes monedas no experimentó cambios sustantivos cuando la inflación descendió y, por lo tanto, no mejoró el margen promedio.

El hecho de que los márgenes de intermediación financiera (y por ende las tasas de interés) estén estrechamente ligados a los niveles de inflación, indica que la política de estabilización llevada adelante en los 90 se tradujo en una elevación del nivel de equilibrio de los márgenes y de la tasa de interés activa en moneda nacional. La reducción de la inflación no se ha reflejado en un menor costo del crédito en moneda nacional, ni ha influido por esta vía positivamente en la inversión. Paralelamente, el desincentivo hacia la expansión de las colocaciones en moneda nacional (que se deriva de los elevados márgenes), actuó negativamente sobre la remonetización de la economía. A su vez, el comportamiento no lineal del público respecto de sus tenencias en moneda nacional dada la evolución de la inflación, implicó que a pesar de la estabilización de la inflación, no se haya verificado una reducción de los márgenes de intermediación, y por tanto de las tasas de interés de las colocaciones, afectando el grado de monetización de la economía.

2.4.4 Indicadores financieros de los bancos

La revisión de algunos indicadores financieros usuales permite dar cuenta de la dependencia del desempeño del sistema bancario respecto de las condiciones macroeconómicas y del ciclo de actividad en particular, contribuyendo a profundizar (en lugar de mitigar) sus fluctuaciones.

En el cuadro 7 se presenta la evolución entre 1996 y 2005 de dos indicadores financieros usualmente utilizados en la literatura: el ratio entre obligaciones y patrimonio, y el de obligaciones y créditos vigentes.[10] La información se presenta discriminadamente según se trate de instituciones bancarias privadas o públicas, dado el peso relativo de estas últimas en el sistema. En los diez años analizados la economía atraviesa una primera fase de expansión que tiene su punto máximo en el año 1998. Desde entonces se produce una desaceleración de la actividad y, a partir de año 2001, la economía ingresa en una fase recesiva cuyo mínimo se ubica en el

10 Estos indicadores pretenden dar cuenta de la proporción de los activos que ha sido financiada con deuda (depósitos).

año 2002. Luego comienza la recuperación y en el año 2005 la economía ya se encuentra por encima de la tendencia de largo plazo.

La evolución que se presenta en el cuadro permite percibir el fuerte empeoramiento de los indicadores financieros a partir del año 2001. La banca privada, comienza mostrar estos signos antes que la pública, a quien la crisis afecta recién a partir del año 2002. Téngase en cuenta, además, como ya se mencionó, que a la mayor debilidad del sistema bancario, se agregó su reducción, tanto en número de instituciones como en la extensión de su red física.

Como se aprecia en el cuadro, los indicadores promedio simple son persistentemente peores que los respectivos ponderados. Esta discrepancia revela que en su conjunto las instituciones con menor incidencia relativa en los mercados correspondientes, poseen peores índices financieros que las de mayor participación.

Cuadro 7
Indicadores financieros del sistema bancario.
Años 1996 a 2005

Bancos Oficiales	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
leverage=oblig/patrimonio										
promedio	2,4	2,8	3,0	3,1	4,9	8,0	10,4	40,5	9,3	18,2
promedio ponderado	3,2	3,7	4,2	4,1	6,1	8,3	16,2	22,1	12,1	13,7
desvío estándar	2,4	2,8	3,1	3,0	4,0	1,2	9,6	33,3	5,2	8,6
ratio=oblig/créditos vigentes										
promedio	1,0	1,1	1,0	1,1	1,5	2,0	1,8	2,7	2,9	3,3
promedio ponderado	1,3	1,3	1,3	1,3	1,6	2,0	2,7	3,5	3,2	3,8
desvío estándar	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,2	1,4	1,4	0,6	0,9

Bancos Privados	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
leverage=oblig/patrimonio										
promedio	17,2	18,3	18,6	13,1	13,0	12,3	9,0	11,0	9,8	8,9
promedio ponderado	19,3	19,5	26,8	15,5	14,2	11,2	6,2	13,4	11,0	10,3
desvío estándar	25,3	31,6	34,2	11,8	6,5	7,5	9,2	12,7	5,7	4,5
ratio=oblig/créditos vigentes										
promedio	2,0	2,2	2,0	2,1	2,6	2,8	2,6	3,3	3,1	2,9
promedio ponderado	1,8	1,7	1,6	1,7	1,9	1,8	2,6	4,0	3,2	3,0
desvío estándar	1,2	2,7	2,0	2,1	12,2	1,9	1,5	1,3	1,4	1,6

Nota: el promedio ponderado se realizó en función de su participación en el mercado correspondiente.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCU.

Al empeoramiento de los índices, a partir de la crisis, se sumó el aumento de su dispersión, lo cual se puede percibir a través del indicador de desviación estándar, que se eleva significativamente entre los años 2001 a 2003, a pesar de que el número de instituciones se reduce notablemente, desapareciendo, literalmente las de peor desempeño. A partir del año 2004, se produce, en particular en la banca privada, una apreciable mejoría de los indicadores financieros, que en el caso de la banca pública es menos evidente.

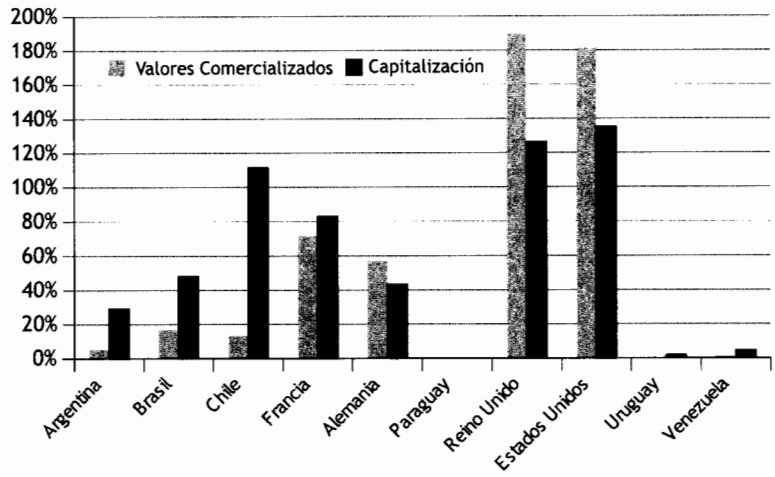
En suma, la evolución que evidencian los indicadores financieros de los bancos revela que la debilidad del sistema ha impedido que ejerciera un rol de proveedor de financiamiento del crecimiento. Por el contrario éste ha contribuido a acentuar las fuertes fluctuaciones de la economía uruguaya, siendo un destino de recursos públicos, más que una fuente de fondos en las épocas de crisis.

3. El SUBDESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES

3.1 Introducción

A Uruguay se lo puede considerar como un país virtualmente sin mercado de valores, al igual que sus socios del MERCOSUR Paraguay y Venezuela (véase gráfico 14). Los valores privados (acciones) transados en el mercado de valores uruguayo en el año 2005 son insignificantes en relación al PBI, mientras la capitalización del mercado alcanza el 2% del PBI.

Gráfico 14
El mercado de valores en países seleccionados, % del PBI 2005



Nota: los valores graficados corresponden a los valores comercializados (en acciones) en el año 2005 en el Mercado de Valores como proporción del PBI y la capitalización como proporción del PBI. El valor comercializado para Uruguay es 0,0001%, para Paraguay 0,047% y para Venezuela 0,45%. No hay dato de capitalización del mercado para Paraguay.

Fuente: Banco Mundial. Financial structure database. *Revisión 2006.*

El mercado está organizado en torno a dos bolsas de valores, la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y la Bolsa Electrónica de Valores S.A (BEVSA). Según información del Banco Central del Uruguay, a fines de diciembre de 2006, solo 14

compañías están registradas para cotizar acciones en la BVM (la única que opera con acciones). Por otro lado, 26 son las compañías que participan en el mercado de deuda privada, ofreciendo títulos de deuda, pero 11 se encuentran suspendidas. Por su parte, existen 16 certificados de depósitos emitidos por bancos comerciales. Estos datos dan una idea clara del escaso desarrollo del mercado de valores.

A continuación se aborda la discusión del subdesarrollo del mercado de valores uruguayo en base a tres trabajos recientes (Banco Mundial, 2006, De Brum *et al.*, 2006 y Oddone *et al.*, 2006).

3.2 El Mercado de valores uruguayo

Los siguientes cuadros brindan un panorama general sobre la dimensión del mercado de valores uruguayo y su estructura. La primera conclusión, que ya habíamos adelantado oportunamente, es que el mercado de valores está subdesarrollado, aún para los estándares latinoamericanos. Las empresas no financieras que han realizado nuevas emisiones de valores en el mercado de capitales han oscilado entre 3 y 5 desde el año 2000, y el máximo monto emitido en estos años por dichas empresas no supera los 85 millones de dólares. Aún considerando a todas las empresas y la última década, encontramos que el máximo monto de emisión se encuentra en 211,7 millones de dólares, en el año 1997, lo que representa apenas el 1% del PBI de dicho año.

Si bien en el cuadro 8 no se realiza una desagregación por tipo de moneda, en general más del 90% del monto total emitido es en dólares estadounidenses. Lo que nuevamente muestra el alto grado de dolarización de la economía uruguaya.

El cuadro 9 da una visión global sobre la operativa del mercado de valores, tanto en el mercado primario como en el secundario. La principal conclusión es que la operativa está mayoritariamente concentrada en valores del sector público, a excepción de la operativa de la BEVSA. El hecho de que la operativa de la BEVSA este concentrada en papeles privados se debe en parte a un factor coyuntural y posterior a la crisis del 2002: la operativa con certificados de depósito. La retención temporal de depósitos en el BROU y la habilitación a canjearlos por certificados de depósito dio un empuje muy importante a las transacciones de estos valores. Si se excluyen los certificados de depósito, la (reducida) operativa en el mercado primario en la BEVSA está nuevamente concentrada en papeles públicos.

Cuadro 8
Nuevas emisiones realizadas en el mercado de valores
1997-2006

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
N° de Emisiones	**30**	**10**	**18**	**15**	**13**	**7**	**9**	**9**	**6**	**4**
N° de Empresas Emisoras	**27**	**8**	**12**	**6**	**6**	**4**	**5**	**5**	**4**	**4**
Empresas financieras	4	2	2	1	1	0	1	1	0	1
Empresas extranjeras	3	0	2	1	0	0	0	0	0	0
Empresas no financieras	20	6	8	4	5	4	4	4	4	3
Total emitido/PBI	**1,0%**	**0,2%**	**0,8%**	**0,5%**	**0,4%**	**0,3%**	**0,8%**	**1,6%**	**0,2%**	**0,3%**
Total emitido (1+2+3+4) (millones de US$)	**211,7**	**55,1**	**169,2**	**108,2**	**76,1**	**37,0**	**87,1**	**209,8**	**32,7**	**63,5**
1. Acciones (emp. no finan.)	**0,0**	**10,3**	**14,3**	**0,0**	**17,1**	**0,0**	**34,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
2. Fideicomiso (emp. no finan.)	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**25,2**	**0,0**
3. Bonos corporativos	**211,7**	**24,8**	**132,4**	**30,2**	**29,0**	**11,0**	**15,8**	**22,5**	**7,5**	**63,5**
Empresas financieras	42,0	6,9	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	48,5
Empresas extranjeras	65,0	0,0	50,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas no financieras	104,7	17,9	72,4	25,2	29,0	11,0	15,8	22,5	7,5	15,0
4. Otros valores	**0,0**	**20,0**	**22,6**	**78,0**	**30,0**	**26,0**	**37,4**	**187,4**	**0,0**	**0,0**
Empresas financieras	0,0	20,0	22,6	78,0	30,0	0,0	2,4	161,9	0,0	0,0
Empresas no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	26,0	35,0	25,5	0,0	0,0

Nota: se utilizaron estimaciones del PIB para el año 2006.

Fuente: Datos del BCU hasta el 30 de noviembre de 2006, se agrega emisión de Central Lanera en diciembre de 2006 por US$ 3 millones, fuente: pagina web de la Bolsa de Valores de Montevideo.

Cuadro 9
Volumen de operaciones en el Mercado de Valores
(cifras en millones de USD)

	2003	2004	2005	2006 (a)
OPERATIVA DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA	**4791**	**4503**	**4757**	**5234**
1. MERCADO PRIMARIO	**3799**	**3244**	**3420**	**4585**
1.1 Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)	**6**	**36**	**16**	**10**
Sector Público	0	25	0	0
Sector Privado	6	11	16	10
1.2 Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA)	**359**	**811**	**1128**	**2799**
Sector Público	1	91	31	43
Sector Privado	358	720	1097	2757
Certificados de depósito	345	711	1095	2757
Otros	13	9	2	0
1.3 Emisiones Fuera de Bolsa	**3434**	**2398**	**2277**	**1776**
Sector Público	3365	2394	2261	1776
Sector Privado	70	4	15	0
2. MERCADO SECUNDARIO	**992**	**1259**	**1337**	**650**
2.1 BVM	**566**	**639**	**584**	**266**
Sector Público	547	597	529	223
Sector Privado	5	28	26	12
Valores Soberanos Extranjeros	14	15	30	30
2.2 BEVSA	**427**	**619**	**753**	**384**
Sector Público	412	613	753	381
Sector Privado	15	6	0	3
CIRCULANTE DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA (b)	**6599**	**7572**	**8894**	**7024**
Sector Público	6156	6972	8183	6716
Sector Privado	443	600	711	307

Notas: (a) enero-noviembre de 2006, (b) promedio en el año.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central del Uruguay.

Observando ahora sólo papeles de deuda, la información del cuadro 10 reafirma la conclusión de que gran parte de la operativa en el mercado de valores gira en torno a papeles emitidos por el gobierno. A excepción de los años 2000 y 2001, las operaciones en el mercado secundario de deuda están virtualmente monopolizadas por las transacciones de deuda pública, las que en promedio han representado el 95% del total de transacciones.

Cuadro 10
Transacciones en el mercado secundario de deuda
(millones de USD)

Año	Deuda del Sector Público					Deuda del Sector Privado		
	Deuda del Gobierno (incl. BCU) según jurisdicción de la emisión							
	Uruguay	Extranjero	Subtotal	Otros	Total S. Público	Total S. Privado	Total	S. Públ./ Total
1998	741,4	1041,1	1782,5	6,2	1788,7	107,2	1895,9	94%
1999	358,7	190,7	549,4	10,0	559,4	144,4	703,8	79%
2000	308,2	281,9	590,1	8,5	598,6	195,8	794,4	75%
2001	473,0	802,7	1275,7	30,9	1306,6	102,4	1409,0	93%
2002	450,1	539,3	989,4	12,1	1001,5	82,3	1083,8	92%
2003	329,4	592,2	921,6	0,0	921,6	30,3	951,9	97%
2004	468,1	705,7	1173,8	36,0	1209,8	48,7	1258,5	96%
2005	543,2	724,4	1267,6	14,3	1281,9	55,2	1337,1	96%

Fuente: De Brum et al. (2006), cuadro 2.1.

3.3 Posibles causas del subdesarrollo del mercado de valores

3.3.1 Problemas de escala

Según datos proporcionados por Banco Mundial (2006)[11] el país contaba en el año 2003 con solo 427 empresas grandes (de más de 100 empleados) y con 2.298 empresas medianas (de entre 21 y 100 trabajadores). Estos números son importan-

Cuadro 11
Cantidad de empresas en Uruguay según tamaño, 2003
(N= número de empleados)

Micro (N<6)	Pequeña (5<N<21)	Mediana (20<N<101)	Grande (N>100)	Todas
129.074	11.663	2.298	427	143.462
90,0%	8,1%	1,6%	0,3%	100%

Fuente: Banco Mundial (2006).

11 Datos basados en la Encuesta de Actividad Económica 2003 del Instituto Nacional de Estadísticas de Uruguay

Cuadro 12
Tamaño de las empresas no financieras emisoras de deuda en Uruguay, 2006

Empresa	Fecha	Nº de Ocupados
BALUMA	30/06/2006	1369
FANAPEL	30/11/2005	422
DIVINO	30/06/2005	353
PAPELERA MERCEDES SA	31/12/2005	345
FIBRATEX	31/03/2006	327
ALUMINIOS DEL URUGUAY	30/06/2006	210
INDUSTRIA SULFÚRICA SA	30/06/2005	162
COMPAÑÍA SALUS	30/06/2006	109
PINTURAS INDUSTRIALES SA	30/09/2005	73
GRALADO SA	31/10/2005	55
CITRICOLA SALTEÑA SA	30/06/2006	48

Fuente: Oddone et al. (2006).

tes, ya que en Uruguay solo las empresas medianas o grandes emiten títulos de deuda en la bolsa de valores, como surge de los datos presentados en el cuadro 12.

Una característica adicional de las empresas uruguayas es que el 75% de las mismas son empresas familiares, lo que genera, como veremos más adelante, algunas dificultades para la participación en el mercado de valores.

El que sólo empresas medianas y grandes participen en el mercado de valores es consecuencia, al menos en parte, de los costos asociados a las emisiones de deuda. Como se puede observar en el cuadro 13, los costos asociados a una emisión de bonos corporativos son decrecientes con el tamaño de la emisión. Por tanto, las empresas más grandes son las que tienen mejores condiciones para emitir deuda en el mercado de valores, y probablemente son las únicas que pueden emitir a un costo menor que el de otras fuentes alternativas de financiamiento. Esta hipótesis parece

Cuadro 13
Costo de la emisión de un bono corporativo estándar en Uruguay

	Emisión (millones de USD)				
	1,5	3	10	20	50
Costos Totales (miles de dólares)	66,75	118,5	360	690	1440
Costos como % de la emisión	4,5%	4,0%	3,6%	3,5%	2,9%

Fuente: De Brum et al. (2006).

tener confirmación en datos generados por De Brum *et al.* (2006) (los que se muestran en la próxima sección).

Sin embargo, no se puede afirmar que los costos de emisión de bonos corporativos en Uruguay sean excesivos en términos comparativos con otros países Latinoamericanos con mayor grado de desarrollo en el mercado de capitales, tal como lo deja en evidencia los datos presentados en el cuadro 14.

Cuadro 14
Costo de la emisión de un bono corporativo estándar en países Latinoamericanos

	Emisión (millones de USD)		
	10	20	50
Brasil	n.d.	4,2%	2,8%
Chile	4,8%	4,2%	2,9%
México	n.d.	2,0%	1,6%
Uruguay	3,6%	3,5%	2,9%

Fuente: De Brum et al. (2006).

Cabe asimismo señalar que aún cuando el tamaño de las empresas puede ser un factor importante a la hora de la participación en el mercado de valores, claramente no es suficiente para explicarla, ya que aún restringiendo el universo de los potenciales participantes a las empresas más grandes, estas son 427, y como hemos visto, el número de las empresas con participación activa en la bolsa de valores es menor a 20.

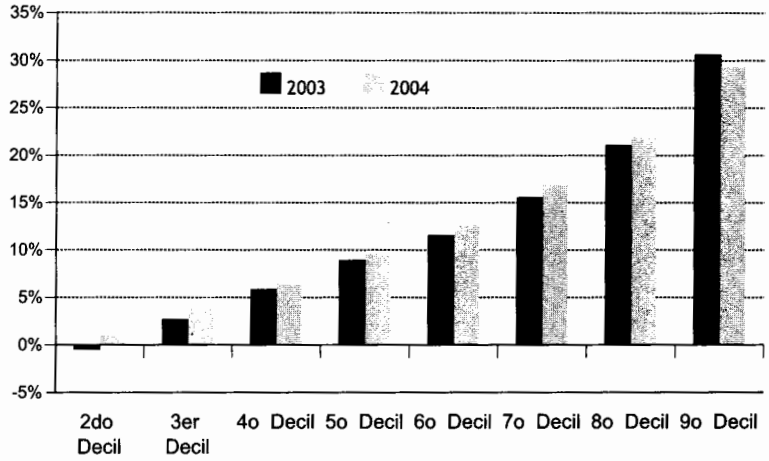
3.3.2 Baja rentabilidad de los proyectos de inversión y ventajas de fuentes alternativas de financiamiento

La mediana de la rentabilidad de las empresas uruguayas[12] es relativamente baja, Gili e Ignatov (2006) reportan una tasa mediana del 9,6% para el año 2004 (véase gráfico 15), mientras que De Brum et al. (2006) reportan un 6,5% para el mismo año.[13] En cualquier caso, la rentabilidad de la empresa que está en la mitad de la distribución, parece relativamente baja, si se la compara con el costo financiero del endeudamiento.

12 Definida como resultado operativo/activos.

13 No está claro como Gili e Ignatov (2006) definen la muestra, pero sí se sabe que ésta está compuesta por empresas de tamaño medio y grandes. De Brum et al. (2006) trabajan con datos de una encuesta realizada a empresas de más de 50 trabajadores, es decir, medianas y grandes.

Gráfico 15
Rentabilidad de las empresas uruguayas



Nota: La Rentabilidad se define como Resultado Operativo/Activos.

Fuente: Gili e Ignatov (2006).

Como marco de referencia, la tasa promedio de préstamos bancarios en dólares a empresas, a un año de plazo, fue de 6,8% y de más de un año de plazo de 9,2%, en el año 2004. Por su parte, las empresas que emitieron bonos corporativos en el año 2004, pagaron tasas de interés que oscilaron entre un 5,3% (a un año) y el 7% a plazos mayores en dólares (en algunos casos con tasas variables). A estas cifras hay que sumarle los costos de las emisiones que como vimos en el cuadro 13 están en el entorno del 4% para montos menores de 10 millones de dólares, por lo cual tendríamos un costo final del financiamiento vía bonos del orden del 9% al 11% en dólares. Por su parte, Lecueder (2006) estima que los eventuales inversores en acciones pretenden una rentabilidad de al menos 12%.

Por tanto, la baja rentabilidad de las empresas uruguayas en términos relativos a los costos del financiamiento puede ser un factor adicional que explica la no participación en el mercado de valores. Esto parece ser particularmente válido para aquellas que tienen una escala suficiente como para acceder al mercado de valores, es decir las de tamaño medio y grande.

Datos de la encuesta realizada por De Brum *et al.* (2006) a empresas de tamaño medio y grande indican que estas prefieren financiarse con créditos de proveedores antes que recurrir al mercado de valores y al sistema bancario (véase cuadro 15).

Expuestos a 5 alternativas de financiamiento según distintas propiedades de estas, surge claramente que los costos de financiamiento son uno de los principales

Cuadro 15
La mejor alternativa financiera acorde a diferentes criterios

	Créditos de Proveedores	En Uruguay		Fuera de Uruguay		Total
		Bancos	Bonos	Bancos	Bonos	
Costos relacionados a la divulgación de información	77	8	1	1	13	100
Costos adicionales	72	9	2	2	14	100
Tasa de interés	68	12	2	3	15	100
Posibilidad de renegociación	68	9	1	1	21	100
Tratamiento impositivo	58	19	7	2	14	100
Préstamos en moneda nacional	56	29	1	0	14	100
Alternativas de indexación	53	29	6	1	11	100
Tamaño del mercado potencial relativo a las necesidades financieras de la empresa	38	31	6	9	16	100
Préstamos de largo plazo	15	42	20	12	10	100

Nota: la suma de las columnas puede no totalizar 100 por efecto del redondeo.
Fuente: De Brum et al. *(2006).*

factores que lleva a las empresas a financiarse con créditos de proveedores. El que el crédito de proveedores sea más barato que los alternativos puede tener que ver con la falta de transparencia en la información sobre las empresas en Uruguay, sobre la cual volveremos más abajo. Ante esta realidad, los proveedores tienen una ventaja informativa sobre otros agentes en el mercado (pueden inferir por ejemplo los niveles de venta) lo que les permite evaluar con mayor certeza el riesgo asociado a la inversión.

El financiamiento mediante crédito de proveedores también tiene ventajas en casi todas las otras dimensiones, a excepción del plazo al que se otorgan. Esto explica porque el endeudamiento medio con proveedores alcanza casi el 28% del pasivo de las empresas en la muestra utilizada en De Brum *et al.* (2006).

Los préstamos bancarios obtenidos en Uruguay son claramente preferidos a los bonos emitidos en Uruguay (prácticamente ninguna empresa uruguaya tiene la posibilidad de emitir bonos en el exterior) tal como surge del cuadro 14. Los primeros parecen ser mejores en todas las dimensiones consideradas allí. Esta evaluación favorable hacia las deudas bancarias es seguramente uno de los factores que explica porque en la muestra de De Brum *et al.* (2006), en promedio, el 26% de los pasivos de las empresas están referidos a deudas bancarias, mientras que solo el 0,6% esta referido a la emisión de bonos. Dicho de otra forma, explica la baja participación de las empresas como emisoras en el mercado de valores.

3.3.3 Efecto desplazamiento de la deuda pública

Al inicio de esta sección veíamos la importancia que tiene la deuda pública en las transacciones del mercado de valores. Esto plantea la interrogante sobre el posible papel de esta en el subdesarrollo del mercado, a través de un efecto desplazamiento del crédito al sector privado.

Sin embargo, como bien señalan De Brum *et al.* (2006), el efecto potencial es ambiguo. Por una parte, es claro que si los recursos financieros excedentes son escasos, mayores emisiones de deuda deberían impactar sobre el costo del capital para el sector privado, pero por otro lado, tiene efectos positivos al representar un punto de referencia para las emisiones de títulos privados. Evidencia presentada por De Brum *et al.* (2006) indica que los empresarios evalúan como neutral la participación del sector público en el mercado de valores, considerando que esta intervención no tiene efectos ni positivos ni negativos.

3.3.4 Problemas de información sobre el mercado e instrumentos

Según datos de una encuesta reciente a empresarios, diseñada por De Brum *et al.* (2006), la mayor parte de ellos no tienen conocimiento suficiente de cómo es la operativa con Bonos y Fideicomisos (73% y 77% respectivamente). El grado de desconocimiento no es homogéneo a través de los distintos sectores de actividad, pero en cualquier caso las empresas que no tienen conocimiento suficiente, siempre superan el 55% del sector. Por su parte, las empresas con participación de capital extranjero parecen estar más informadas sobre la operativa con este tipo de instrumentos.

Cuadro 16
Conocimiento de los instrumentos del mercado de valores

	Bonos (ON)		Fideicomisos	
	Casos	% del total	Casos	% del total
Suficiente	***125***	***27***	***105***	***23***
Algo	184	40	197	42
Nada	154	33	161	35
Total	**463**	**100**	**463**	**100**

Fuente: De Brum et al. *(2006)*

La falta de información puede provenir tanto del lado de la demanda como del lado de la oferta. Del lado de la demanda, existe un escaso nivel de profesionalización de los mandos directivos de las empresas, en parte debido a la característica familiar de la mayor parte de las empresas uruguayas. Del lado de la oferta, las bolsas de valores uruguayas no tienen programas de divulgación y formación destinados a empresarios y otros agentes relevantes del mercado. Sin dudas, en este aspecto tanto el Estado como las principales instituciones del mercado (en especial las bolsas de valores) tienen un papel clave a cumplir.

Un punto interesante a resaltar, es que el grado de desconocimiento sobre el mercado financiero parece estar correlacionado con el grado de transparencia que las empresas están dispuestas a tener en la divulgación de la información corporativa. Sin embargo, la causalidad no está clara. Por una parte puede suceder que el deseo de mantener información reservada, aleje a determinadas empresas del mercado de valores, y de aquí su desconocimiento sobre instrumentos específicos. También es posible que el desconocimiento y la no participación en el mercado de valores hagan innecesaria la mayor divulgación de información. En la próxima sección volveremos sobre el tema de la transparencia en la divulgación de la información de las empresas uruguayas, el que parece ser clave para explicar el subdesarrollo del mercado de valores.

Cuadro 17
Conocimiento de los instrumentos por sector de actividad y origen del capital

	Conocimiento sobre					
	Bonos (ON)			Fideicomisos		
	Suficiente	Algo	Nada	Suficiente	Algo	Nada
Manufactura	34	37	29	22	46	32
Construcción	0	100	0	0	100	0
Comercio	27	33	40	20	40	40
Restoranes y Hoteles	45	18	36	36	9	55
Transporte y Comunicaciones	22	50	28	19	56	25
Estado (real) y otros	17	40	43	10	48	43
Servicios educativos	7	37	56	7	35	57
Servicios de salud	21	54	25	40	44	16
Origen del capital						
Nacional	25	41	34	22	43	35
Extranjero (+ del 20%)	39	32	28	27	38	35

Fuente: De Brum et al. *(2006)*

Cuadro 18
Predisposición a publicar información en base a conocimiento de los instrumentos

Conocimiento/ Predisposición	Suficiente	Algo	Nada	Total
Si, seguro	51	31	21	33
Si, probablemente	26	35	30	31
No, probablemente	19	26	29	25
No, seguro	5	8	20	11
Total	100	100	100	100

Fuente: De Brum y et al. *(2006).*

3.3.5 Problemas de gobierno corporativo

En un reciente estudio del Banco Mundial (2006) se evalúa en qué grado el Uruguay cumple con los principios de buen gobierno corporativo[14] de la OCDE, los resultados se resumen en el siguiente cuadro junto a los resultados de 4 estudios anteriores (Banco Mundial, 2003a, 2003b, 2003c y 2004), para Chile, México, Perú y Colombia. Cada principio es evaluado en la siguiente escala: observado (5), mayoritariamente observado (4), parcialmente observado (3), mayoritariamente no observado (2) y no observado (1). A efectos de poder sintetizar la información en un único índice hemos introducido el código numérico señalado entre paréntesis.

El primer punto a destacar es que Uruguay aún teniendo entre 2 y 3 años de "ventaja" con respecto a los otros países latinoamericanos contra los cuales se lo compara (el informe para Uruguay fue realizado en el año 2006, mientras que para los otros países en los años 2003 y 2004), califica por debajo de estos en materia de principios de buen gobierno corporativo (si tomamos en cuenta el índice general). Aún tomando en cuenta los ítems 1-5 en forma separada, Uruguay continúa calificando último en los principios 1 y 3-5, solo presenta una mejora en el ranking en el principio de tratamiento equitativo de los accionistas, ocupando en este caso el tercer lugar, por detrás de Chile y México.

Los problemas más agudos se presentan en los principios 1 y 5, de garantías de los derechos de los accionistas y en las responsabilidades de la junta directiva, donde el juicio global se encuentra entre mayoritariamente no observado y parcial-

14 Los principios de gobierno corporativo se definen como el conjunto de reglas y prácticas que gobiernan la relación entre los administradores y los accionistas de las corporaciones, así como con grupos de interés como los empleados o acreedores (OCDE 2004).

mente observado. Esto significa que los derechos de los accionistas no están bien definidos y las responsabilidades que deberían tener las juntas directivas no han sido correctamente especificadas.

Es interesante observar que el 40% de las puntuaciones con valor 2 (principio mayoritariamente no observado), están en principios referidos a la transparencia y divulgación de la información. Es más, el principio general de transparencia y divulgación de la información (principio 4) ha sido calificado con 2,8, lo que significa que en promedio no llega a ser parcialmente observado.

Las causas de esta falta de transparencia pueden encontrarse en diversos factores, tal como lo señala Oddone *et al.* (2006, p.21), entre ellos están: 1. escasos requerimientos de información para empresas no emisoras y la poca predisposición de las empresas a entregarla; 2. el desigual cumplimiento con los requisitos por parte de las empresas emisoras; 3. la debilidad institucional de los órganos fiscalizadores; 4. la falta de exigencia de la difusión de información de los intermediarios; 5. así como debilidades relativas a los procesos de supervisión de éstos.

Para finalizar esta subsección creemos interesante reproducir el juicio que hace el Banco Mundial (2006) sobre el mercado de capitales de Uruguay y los problemas de gobierno corporativo:

> "La debilidad en materia de gobierno corporativo ha sido una de las causas del funcionamiento pobre he inestable del mercado de capitales. Buena parte de la culpa de la crisis financiera del año 2002 ha sido atribuida a la insuficiencia de controles internos de los bancos comerciales y a la [falta] de transparencia de las empresas y los bancos, que permitieron que los accionistas mayoritarios pudieran actuar sin control. Como resultado, son muy pocas las acciones listadas [en la bolsa de valores], dado que los inversores son muy cautos, las familias son reacias a la perdida de control de las empresas [familiares][15] y que los activos se consideran subvaluados. ... Algunos factores claves de gobierno corporativo a mejorar son: la divulgación y la transparencia de la información, la regulación de la intermediación financiera, el marco conceptual contable y de auditoria y las políticas de divulgación de las ventajas y costos de las buenas practicas de gobierno corporativo, aún entre las juntas directivas y directores de las empresas." Banco Mundial (2006, p.3), traducción propia.

15 Se estima que alrededor del 75% de las empresas uruguayas son empresas bajo control familiar.

Cuadro 19
Grado de cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo de la OCDE

Principios	Chile	México	Perú	Colombia	Uruguay
PROMEDIO DE LOS PRINCIPIOS (1)	**3,6**	**3,5**	**3,0**	**2,8**	**2,5**
1. Derechos de los accionistas (2)	**4,0**	**3,0**	**3,3**	**2,5**	**2,5**
1.1 Derechos básicos de los accionistas	4	4	4	4	3
1.2 Derecho de participar en decisiones fundamentales	5	3	4	3	3
1.3 Derechos en las reuniones anuales	4	3	3	3	3
1.4 Control desproporcionado en la divulgación de información	3	3	3	2	2
1.5 Condiciones de control para la normal operativa	4	4	3	2	2
1.6 Costo/beneficio de votar	4	1	3	1	2
2. Tratamiento equitativo de los accionistas	**3,7**	**3,3**	**2,3**	**2,0**	**2,7**
2.1 Todos los accionistas deben ser tratados igual	4	3	3	3	3
2.2 Prohibir el abuso de información	3	4	2	2	2
2.3 La Junta y los Administradores divulgan sus intereses particulares	4	3	2	1	3
3. Rol de los grupos de interés (3) en el gobierno corporativo (4)	**4,0**	**4,3**	**3,8**	**4,3**	**3,0**
3.1 Respeto a los derechos de los grupos de interés	4	4	4	5	3
3.2 Reparar la violación de derechos	3	4	4	3	4
3.3 Mejora del funcionamiento	4	4	3	4	3
3.4 Acceso a la información	5	5	4	5	2
4. Divulgación de información y transparencia (4)	**3,3**	**3,8**	**2,8**	**3,0**	**2,8**
4.1 Estándares de divulgación	3	4	3	3	2
4.2 Estándares de rendición de cuentas y auditoria	3	3	3	2	3
4.3 Auditoria anual independiente	3	3	2	2	3
4.4 Justa y oportuna divulgación	4	5	3	5	3
5. Responsabilidades de la Junta Directiva	**3,3**	**3,5**	**2,8**	**3,0**	**2,4**
5.1 Actuar con diligencia y cuidado	3	3	3	3	3
5.2 Tratar justamente a todos los accionistas	3	3	2	2	2
5.3 Asegurar el cumplimiento de la ley (5)	4	4	4	4	2
5.4 La Junta debería realizar ciertas funciones clave	3	3	3	2	2
5.5 La Junta debería ser capaz de ejercer un juicio objetivo	3	3	2	2	2
5.6 Acceso a la información	4	5	3	5	3

Notas: (1) Promedio de los 23 subitems. El orden de los países no se altera si se hace el promedio de los ítems 1, 2, 3, 4 y 5, los valores serían en este caso: 3,7, 3,6, 3,0, 3,0 y 2,7.
(2) En el formulario del año 2006 se incluye una categoría más en este concepto.
(3) *Stakeholders*: personas o grupos de personas con intereses directos o indirectos en la empresa, como ser sindicatos, acreedores, etc.
(4) En el formulario 2006 se incluyen 2 categorías adicionales en este concepto.
(5) En el formulario 2006 es cumplir con los mayores estándares éticos (no solo con la ley).

Fuente: elaboración propia en base a Banco Mundial (2003a,b,c), Banco Mundial (2004) y Banco Mundial (2006).

3.3.6 Problemas institucionales

El Área de Mercado de Valores y Control de AFAPS (AMV), perteneciente al organigrama del Banco Central del Uruguay (BCU), es quién tiene la responsabilidad por la regulación y supervisión del mercado de valores. Sin embargo, como se reporta en el informe del Banco Mundial (2006) existen una serie de problemas para que esta división del BCU cumpla adecuadamente sus cometidos, lo que compromete la transparencia del mercado.

El Banco Mundial (2006) identifica al menos 5 puntos críticos: 1. la ley no permite que la AMV imponga multas a los emisores de valores; 2. la autoridad y jurisdicción del AMV se superpone con aquellas de las autorreguladas bolsas de valores, como consecuencia, por ejemplo, las sanciones del AMV sobre los corredores o agentes de bolsa, son aplazadas o inoperantes; 3. el AMV tiene acceso limitado a los estados contables y otros registros de los emisores de valores, lo que restringe los poderes de investigación de la misma; 4. el AMV no tiene poderes para resolver disputas entre accionistas, lo que podría simplificar los actuales mecanismos de resolución de disputas en la justicia; y 5. el AMV tiene recursos muy limitados, en términos de personal, capacitación y presupuesto. Además podríamos agregar: 6. la dependencia del AMV del BCU puede causar ciertos conflictos de intereses con los otros roles del BCU, como por ejemplo el de agente financiero del gobierno.

Otro problema importante es que los corredores de bolsa se encuentran regulados por las bolsas de valores, pero estos son socios de las bolsas de valores, por lo que puede haber nuevamente conflictos de interés.

Tal como lo señala Banco Mundial (2006) en Uruguay no existe un órgano supervisor de las empresas. Existen dos organismos que en teoría deberían cumplir alguna función en esta dirección pero que en la práctica no lo hacen o lo hacen con muchas limitaciones. Estos son la Contaduría Interna de la Nación (CIN) y el Registro Nacional de Comercio (RNC), ambos en la orbita del poder ejecutivo, siendo el primero autónomo.

Ante la CIN las empresas (mayores a cierto tamaño) deben presentar sus balances, pero no todas las empresas parecen cumplir con esta obligación. Si bien la CIN tiene poderes para sancionar e inspeccionar a las empresas que no cumplan con la normativa, por diversos motivos, entre ellos la falta de funcionarios, no lo hace. Por su parte el RNC prácticamente no cuenta con más información que el nombre y la dirección de las empresas, tal como lo señala Banco Mundial (2006). Esto lleva a que el grado de transparencia en la información en el ámbito de las empresas sea aún más pobre, al no tenerse detalles sobre su operativa.

Cuadro 20
Duración y costo de lo procesos judiciales

País/ Región	Posición en el ranking de países	N° de procesos en la corte para hacer cumplir un contrato	Tiempo (en días)	Costo (% de la deuda)
Uruguay	119	39	655	16
Argentina	68	33	520	15
Brasil	120	42	616	16
Paraguay	147	46	478	40
Venezuela	129	41	435	29
Chile	73	33	480	16
América Latina y el Caribe		39	642	23
Europa y Asia Central		32	409	15
OCDE		22	351	11

Fuente: Doing Business 2007, *Banco Mundial*.

Finalmente, también existen problemas para resolver las controversias entre accionistas de las empresas, al igual que en la región, ya que la justicia no cuenta con un área especializada y capacitada en resolver problemas corporativos (justicia comercial) y no existen tribunales de arbitraje que puedan acelerar la resolución de conflictos. Esto no solo implica períodos largos para la resolución de los conflictos, sino también costos elevados.

3.3.7 Inversores institucionales y nuevos instrumentos

Los fondos de pensión (AFAPs) se han convertido en un importante agente en el sistema financiero uruguayo ya que manejan recursos que están en el entorno del

12% del PBI. Sin embargo invierten solo el 0,1% del capital en el mercado de acciones, esto tiene que ver en parte con las estrictas regulaciones que existen y que limitan esta posibilidad de inversión. Como hemos visto en el cuadro 9 el nivel de inversión en acciones de estas instituciones esta entre los más bajos de América Latina y el Caribe. Igualmente, acá hay que ser cuidadoso, ya que es posible que exista una causalidad revertida, es decir, el subdesarrollo del mercado de valores y el riesgo percibido en la inversión en papeles corporativos, hace que no existan inversiones interesantes para realizar, y esto explicaría la baja participación de las AFAPS. Esta hipótesis parece confirmarse en una encuesta realizada por De Brum *et al.* (2006) a las AFAPs.

También existen asimetrías impositivas que penalizan a determinados instrumentos financieros, por ejemplos los fideicomisos, con respecto al endeudamiento bancario (Oddone *et al.*, 2006).

3.3.8 La visión de una empresa que participa en el mercado de valores

En una exposición realizada en el VI Seminario Internacional sobre Mercado de Valores llevado a cabo en el BCU, una de las empresas que cotiza en la bolsa de valores, Gralado SA, presento su visión sobre las dificultades para listar en el mercado de valores uruguayo (Lecueder, 2006). En esa presentación, se abordan tres dimensiones, las dificultades que surgen al interior de la empresa, las dificultades relacionadas a la demanda y las relacionadas al regulador.

Según Lecueder (2006), existe una resistencia interna a las empresas para cotizar en la bolsa, que tienen que ver con: 1. la necesidad de abrir información al mercado, 2. la pérdida del control accionario, 3. la exposición a los medios de comunicación y 4. limitación a la movilidad y manejo de la empresa. Esto es consistente con el análisis que hemos hecho anteriormente donde se muestra claramente una preferencia por no divulgar información por parte de las empresas, en el entendido de que esto proporciona alguna ventaja de mercado, y la característica de empresas familiares y cerradas de la mayoría de las empresas uruguayas y el deseo de que permanezcan como tal por parte de sus propietarios.

Lecueder (2006), menciona como factores negativos asociados a la demanda o al mercado: 1. la elevada tasa de retorno requerida por parte de inversores (12% en dólares para empresas consolidadas), 2. la mayor preocupación por dividendos que por futura valorización de la empresa, 3. la baja profundidad y liquidez del mercado, 4. la falta de habito (¿conocimiento, información?) para encarar este tipo de inversiones, 5. la dificultad para obtener buenas calificaciones de riesgo dada la iliquidez del mercado y 6. la dificultad para atraer inversores institucionales.

Por otro lado, los problemas asociados al regulador (el BCU) se resumen como: 1. elevadas y estrictas exigencias formales, plazos cortos y sanciones sobredimensionadas, 2. exigencia de calificación de acciones (para inversión de las AFAPs) y 3. el regulador es el que emite la mayoría de los valores del mercado (los papeles públicos en su rol de agente financiero del gobierno), por lo cual puede haber conflictos de interés y también un efecto desplazamiento. Cabe señalar, que el primer factor parece estar referido a las diferentes exigencias que existen para empresas que cotizan en la bolsa (en general más estrictas) en términos relativos a aquellas que no lo hacen.

3.3.9 Análisis econométrico

Por último, en base a una encuesta realizada a una muestra representativa del universo de empresas medianas y grandes en Uruguay en el año 2005 (De Brum *et al.* 2006) se realizó una aproximación a la identificación de los factores que se asocian con la decisión de participación en el mercado de valores. Los resultados obtenidos indican que el mayor conocimiento sobre los bonos y fideicomisos, la mayor disposición a divulgar información a calificadoras de riesgo y el mayor tamaño de la empresa (número de empleados) están significativamente asociadas con la participación en el mercado. La magnitud de los efectos marginales estimados indica que si la empresa conoce el mercado de valores, es 11,5% más probable que participe en él, mientras que si está dispuesta a brindar información es 3,7% más probable su participación. Finalmente, empresas más grandes tienen mayor probabilidad de participar en el mercado, un empleado adicional (nuestra medida de tamaño) aumenta en 0,004% la probabilidad de recurrir al mercado de valores.[16]

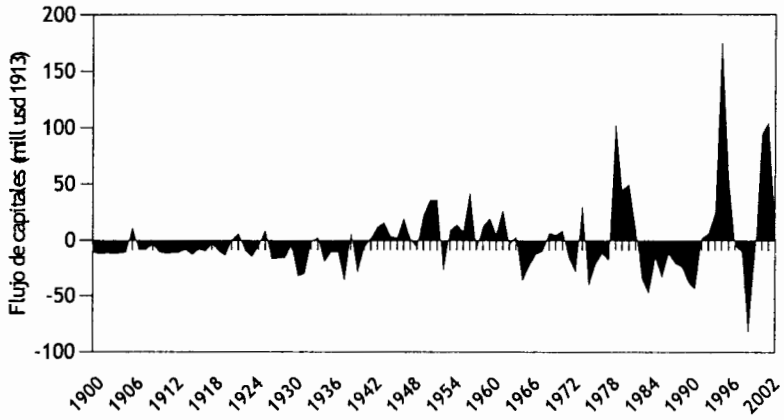
16 No obstante, las estimaciones deben tomarse con cierta precaución ante la posible endogeneidad de los regresores y la falta de instrumentos adecuados para su tratamiento. Estas estimaciones están disponibles bajo solicitud a los autores.

4. URUGUAY Y EL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES

En Uruguay, al igual que en los demás países de la región, los flujos de capitales presentan comportamientos cíclicos, generando períodos de restricciones de liquidez y crisis de balanza de pago recurrentes. Los flujos de capitales han tenido un comportamiento procíclico respecto del PIB, adelantándolo entre uno y dos años. La elevada volatilidad de los flujos se puede comprobar en la evolución de la serie que se presenta en el gráfico 16.

Las fluctuaciones que presentan los flujos de capitales, reafirma que la economía no ha contado con un aporte de capitales que haya permitido financiar sostenidamente el déficit de cuenta corriente. A su vez, su prociclicidad parece indicar que éstos no han actuado suavizando la restricción externa de la economía, si no que por el contrario la han acentuado.

Gráfico 16
Flujo de capitales de Uruguay 1900-2003



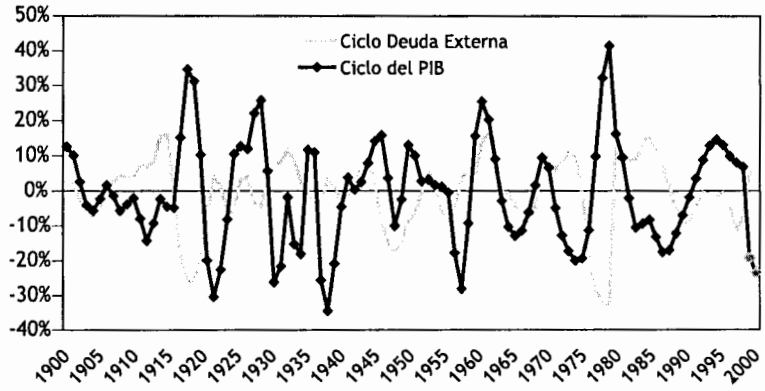
Fuente: Elaboración en base a datos de Donnángelo y Millán (2006).[17]

17 Donnángelo y Millán (2006) construyen una serie de flujos de capital desde 1870 cuyos componentes principales son el endeudamiento externo y la evolución de la inversión extranjera directa. Más precisamente, la serie se compone de: la variación anual de deuda externa, variación anual de activos externos del país con el exterior, flujo anual de inversión extranjera directa (entrada y salida), renta de la inversión (pagada y cobrada) la cual incluye intereses y dividendos, transferencias corrientes privadas (pagadas y cobradas), garantías de ferrocarriles y errores y omisiones.

El endeudamiento externo ha tenido sus fases de mayor crecimiento en los períodos de mayor apertura económica del país y de abundancia de capitales en los mercados financieros internacionales (Donnángelo y Millán, 2006).

En el gráfico 17 se pueden comparar los componentes cíclicos de la deuda externa uruguaya y del PIB entre 1990 y 2003. La deuda externa se ha comportado en forma contracíclica, en tanto que el estudio de las correlaciones cruzadas entre ambas variables indica que éstas sincronizan. La evolución cíclica de la deuda externa total denota una menor volatilidad relativa (en comparación con el PIB). Lo propio sucede con la deuda externa pública analizada a partir de la segunda mitad del siglo XX; su comportamiento también es contracíclico respecto del producto (aunque lo anticipa 2 años).

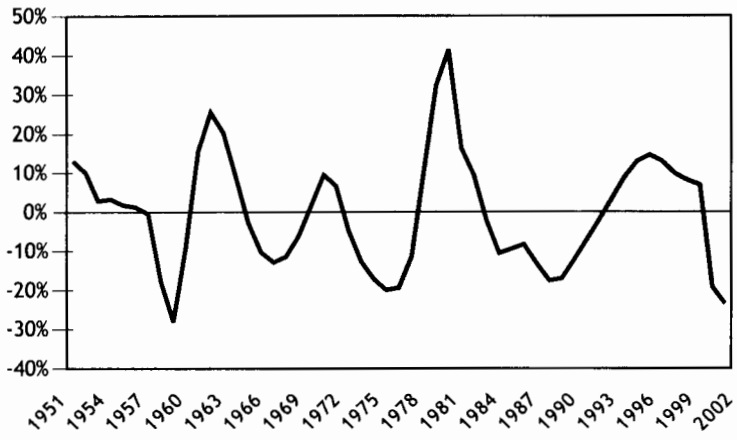
Gráfico 17
Ciclo de la deuda externa y del PIB de Uruguay. 1900-2003 (en porcentaje de la tendencia)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de IMF y Donnángelo y Millán (2006) (Deuda Ext.).

En cuanto a la inversión extranjera directa (IED), tanto durante el período de crecimiento hacia fuera (hasta el año 1930) como a partir de los 70s, la misma se concentró en las actividades líderes del momento, en general sectores altamente exportadores y con base agropecuaria, lo que contribuyó favorablemente al saldo en balanza comercial. Sin embargo, en el período de crecimiento hacia adentro (entre 1930 y 1970), la IED se orientó hacia los sectores dedicados al mercado interno y altamente demandantes de insumos importados lo que impactó negativamente sobre el saldo comercial. Los períodos que aparecen sombreados en el gráfico 18, son aquellos en donde se verificó una mayor afluencia de capitales con destino a la inversión directa. Como se puede observar, estos períodos coinciden con las fases expansivas del nivel de actividad.

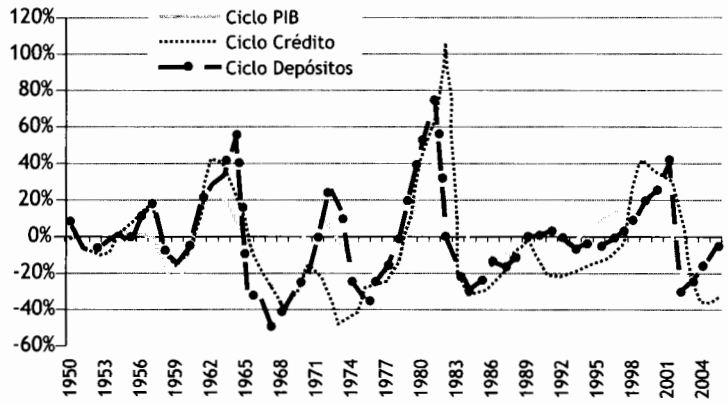
Gráfico 18
Ciclo del PIB (en porcentaje de la tendencia) e IED



Fuente: Elaboración propia en base a datos de IMF, y Donnángelo y Millán (2006) (IED).

La procilicidad de los flujos de capital hacia la economía uruguaya, y en particular de los flujos de IED, es corroborada por Bittencourt (2001) respecto del Mercosur en general. Además de constatar ciertas regularidades empíricas (su tendencia a crecer y sus fuertes fluctuaciones) Bittencourt (2001) también encuentra que estos están estrechamente vinculados al nivel de actividad en la región (medido a través del PBI).

Gráfico 19
Ciclo del PIB uruguayo, de créditos y depósitos, 1950 a 2004 (en % de la tendencia)



Fuente: Elaboración en base a datos de IMF.

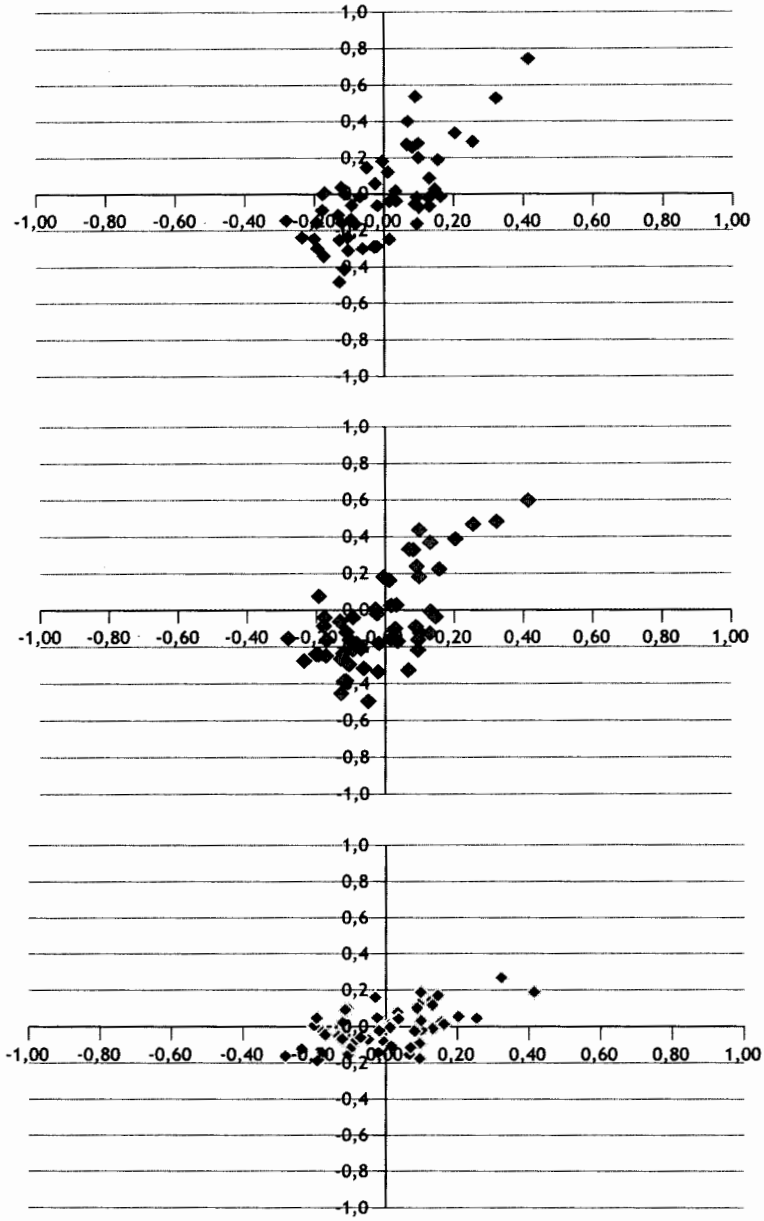
Finalmente, cabe señalar la elevada procilicidad de las variables financieras respecto de los ciclos de actividad económica en Uruguay. El gráfico 19, en donde se representan los componentes cíclicos de depósitos (que refleja la capacidad del sistema para otorgar préstamos), de créditos otorgados al sector no financiero y del PIB, da cuenta de ello.

A su vez, los ciclos de las variables financieras de referencia muestran elevada volatilidad, superior incluso a la del propio PIB. Si se compara la desviación estándar de los componentes cíclicos de las variables financieras consideradas con la del PIB, se verifica que prácticamente la duplican (alcanzan a 0.30 y 0.25, crédito y depósitos respectivamente, mientras que la del PIB es 0.14). A su vez, la dispersión que evidencian los ciclos de estas variables financieras (depósitos y créditos) es claramente superior a la del ciclo de las exportaciones (véase gráfico 20). Todo lo anterior evidencia que el sistema financiero ha sido fuente de volatilidad adicional para nuestra economía.

Sin embargo, el análisis econométrico realizado parece indicar que el crédito al sector no financiero de la economía no ha jugado un rol importante en el crecimiento a largo plazo. A través de la estimación de un modelo VECM (Vectores Autorregresivos con Mecanismo de Corrección de Error) para el período 1950 a 2004 se identificó la existencia de una relación de equilibrio entre el nivel de actividad de Uruguay (medido a través del PIB), los Términos de Intercambio (TI) y el nivel de actividad de Argentina (PIBAr). Estas dos últimas variables parecen ser los determinantes en el largo plazo del crecimiento de nuestra economía. La inclusión de la variable que representa el financiamiento de los sectores productivos y de las familias dentro del modelo no resultó significativa en el largo plazo (no obstante ello, se pudo comprobar su influencia –positiva- en el corto plazo).[18]

18 Cabe señalar que se trabajó con una muestra pequeña y que por tanto están presentes todos los problemas asociados a la misma. Las estimaciones están disponibles bajo solicitud a los autores.

Gráfico 20
Volatilidad del ciclo de los depósitos (arriba), de los créditos (medio) y de las exportaciones (abajo) con relación al ciclo del PIB (1950-2004)



Fuente: Elaboración en base a datos de IMF.

5. EL SISTEMA FINANCIERO URUGUAYO Y LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL MERCOSUR

5.1 El sistema financiero uruguayo: síntesis

La trayectoria de largo plazo de la economía uruguaya ha mostrado un magro crecimiento y marcadas fluctuaciones cíclicas, en este contexto, el subdesarrollo del mercado financiero no solo no ha jugado un papel determinante en el crecimiento en el largo plazo, ni permitido suavizar las fluctuaciones macroeconómicas sino que, por el contrario, ha actuado como una fuente de volatilidad adicional.

El sistema financiero está basado casi exclusivamente en la banca, que se encuentra altamente concentrada y con un elevado peso de sector público, y el mercado de capitales es prácticamente inexistente. Las principales vulnerabilidades del sistema bancario son su elevada dolarización, consecuencia de los altos niveles de inflación del pasado, y una fuerte concentración en depósitos de corto plazo (consecuencia directa de la crisis de 2002). A su vez, los elevados costos operativos, que tienen una importancia crucial en la determinación de los elevados márgenes bancarios, afectan el costo del crédito.

Ello ha llevado a que el sistema no esté cumpliendo adecuadamente con su misión de intermediación de los recursos financieros. Si bien los avances en la supervisión han sido importantes, la resolución de algunas falencias e insuficiencias que aún persisten en los regímenes de supervisión y control serán un aspecto clave para contribuir a generar confianza en los agentes económicos y contribuir a la profundización financiera.

Con respecto al mercado de valores, distintos problemas, que generan mayores riesgos o menor rentabilidad de la inversión, explican su subdesarrollo (y casi inexistencia). Entre estas dificultades se encuentran: problemas de escala en términos de números de empresas con dimensiones adecuadas para participar en el mercado, lo que en parte explica la baja profundidad y liquidez del mercado; graves problemas de gobierno corporativo y de inadecuación de los requerimiento de divulgación de información de las empresas; legislación que discrimina contra las inversiones en el mercado de valores; no identificación clara de quien es el regulador del mercado e inadecuada regulación, y otros riesgos idiosincrásicos (por ejemplo, es difícil cubrir riesgos por moneda y plazos en el mercado uruguayo).

5.2 La integración financiera

Si se observan las inversiones de portafolio transfronterizas en el MERCOSUR se evidencia el escaso grado de integración financiera entre las economías del bloque. Por ejemplo, en 2004 menos del 9% de las inversiones de portafolio internacionales de Argentina, Brasil y Uruguay tuvieron como destino alguna de las economías de los socios más viejos de bloque. La región resulta un destino de poca importancia particularmente para los inversores residentes en las dos economías más grandes, y no así para los inversores de Uruguay (véase Cuadro 21). Obsérvese que aproximadamente el 67% de las inversiones internacionales de cartera de Uruguay tuvieron como destino Argentina y Brasil, siendo este último el principal destino (47,6%).

Cuadro 21
Inversiones de Portafolio Internacionales.
Porcentajes por país de residencia del emisor (deudor).
Argentina, Brasil y Uruguay, año 2004.

Acreedor	Deudor						Inversión en Mill. USD
	Argentina	Brasil	Uruguay	Paraguay	Otros	Total	
Argentina	-	2.2	0.004	0.002	97.8	100	14,741
Brasil	1.5	-	1.8	0.087	96.6	100	4,857
Uruguay	9.2	47.6	-	0.000	43.1	100	1,858
Total	***1.4***	***6.9***	***0.4***	***0.021***	***91.2***	***100***	***21,456***

Fuente: IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

En el cuadro 22 se presenta la distribución de la posición de activos frente a no residentes en las inversiones de portafolio de Uruguay según el sector institucional inversor. Se observa que el sesgo regional (fundamentalmente hacia Brasil) está dado fundamentalmente por los bancos que destinaron el 70% de sus inversiones extranjeras de cartera hacia emisores residentes en Brasil. Por su parte las inversiones extranjeras del sector no financiero tuvieron como destino EEUU en un 31%, Argentina en un 24% y Brasil en un 11%.

Desde este punto de vista la economía uruguaya presenta un elevado grado de integración con la región, siendo esta el principal destino de las inversiones internacionales de portafolio. No obstante el peso de la economía en los flujos financieros regionales es muy pequeño, por ejemplo las inversiones internacionales de portafolio de Uruguay en 2004 representaban tan sólo el 9% del total de la inversión de cartera de los países de la región.[19]

19 Considerando Argentina, Brasil y Uruguay.

Cuadro 22
Inversiones de Portafolio Internacionales. Porcentajes por país de residencia del emisor según sector institucional residente. Uruguay, 2005.

Destino	Total	Autoridad Monetaria	Bancos	Sector No Financiero
Argentina	9	0	1	24
Brasil	48	0	70	11
Venezuela	1	0	0	3
Chile	0	0	0	0
EEUU	22	100	15	31
UK	4	0	0	10
Otros	16	0	14	21
Total	100	100	100	100

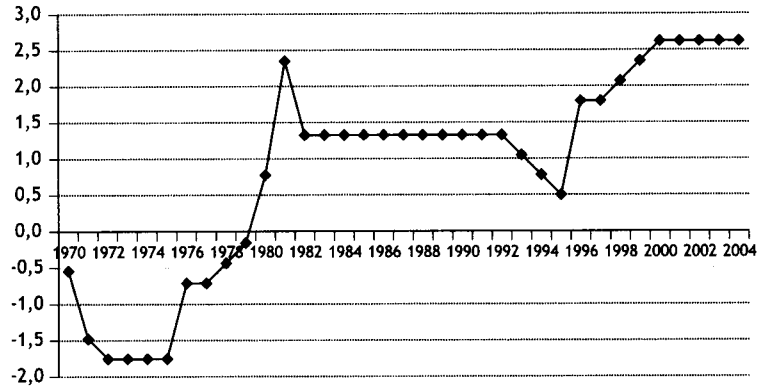
Fuente: BCU - Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera

El gráfico 21 muestra la evolución del índice de apertura financiera de Chinn e Ito que sintetiza información sobre la presencia de tipos de cambio múltiples y restricciones en la cuenta corriente y cuenta de capital, constituyendo por lo tanto un indicador *de jure* de integración financiera. Entre la segunda mitad de los '70 y principios de los '80 se verifica el principal proceso de apertura financiera de Uruguay. Se observa que, salvo períodos puntuales, el grado de apertura financiera no ha tenido importantes retrocesos, particularmente durante la última crisis financiera, de hecho en la actualidad se verifican los niveles más altos del índice en todo el período.

El gráfico 22 muestra el grado de apertura financiera de Uruguay definido como la suma de los activos y los pasivos externos en relación al producto (Lane y Milesi-Ferretti, 2006a). La tendencia a la baja de este indicador a partir de 2003 está explicada fundamentalmente por la reducción del peso de la deuda pública a partir de entonces. Distinta tendencia se observa en la inversión de cartera y fundamentalmente en la IED que presenta una leve tendencia al alza en los últimos años.

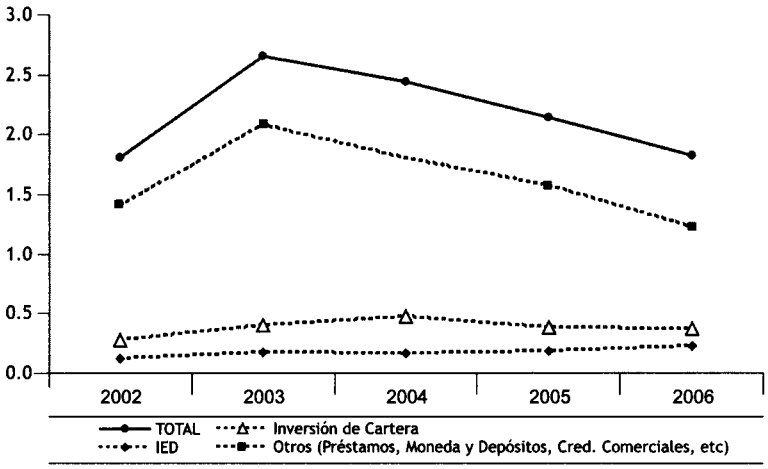
En síntesis, a pesar de que los flujos de cartera dentro de la región son limitados, la integración regional de Uruguay en el ámbito financiero ha sido mayor a la de sus socios comerciales, operando hasta cierto punto como un centro *offshore*. Entre los factores que explican la mayor integración de la banca uruguaya con la región se encuentra en primer lugar la importante presencia de bancos extranjeros con estrechos vínculos con instituciones financieras regionales. En segundo lugar, dada la pequeña escala de las inversiones internacionales de portafolio del país, las inversiones en la región tienen ventajas en términos de costos

Gráfico 21
Índice de apertura financiera *de jure*
Uruguay, 1970 a 2004



Fuente: Chinn e Ito, 2006

Gráfico 22
Apertura Financiera (Activos + Pasivos externos/PIB).
Uruguay 2002-2006



Fuente: Elaboración en base a datos de BCU

de transacción respecto a las restantes. Finalmente, Uruguay es la economía financieramente más abierta de la región, tomando en cuenta el índice propuesto por Chinn e Ito (2006).

No obstante, los bancos uruguayos han desempeñado más el papel de facilitadores del tránsito que de destino final de las inversiones de cartera de inversores regionales. La capacidad de Uruguay para convertirse en un centro financiero regional más importante presenta cierta limitación por la escasa diversificación de productos y los problemas para alcanzar economías de escala en comparación con otros centros bancarios *off-shore*.

5.3 El sistema financiero uruguayo en un mercado financiero regional integrado

Si bien es difícil concluir sobre los impactos de una hipotética profundización de la integración financiera regional (y con características no definidas) sobre el sistema financiero local, es posible realizar algunas reflexiones muy generales.

Uruguay y su sistema financiero presentan algunas características diferenciales con respecto a sus socios del MERCOSUR. En particular Uruguay tiene un alto índice de apertura financiera que lo sitúa entre los países más abiertos del mundo (véase Aboal, Lanzilotta y Perera, este volumen). Adicionalmente, su sistema bancario en comparación con el de sus socios, es uno de los más grandes en términos relativos, tiene un mayor nivel de actividad y está entre los más eficientes de la región. Por otro lado ha mostrado relativa estabilidad aún en condiciones externas muy demandantes para la economía uruguaya.

Por tanto, el sistema bancario uruguayo presenta algunas ventajas en la comparación regional a pesar de las limitaciones antes señaladas. Esto lo sitúa en una posición ventajosa en el punto de partida hacia en un sistema financiero más integrado. De esta manera, en una eventual profundización de la integración financiera regional, Uruguay podría tener ventajas comparativas para transformarse en una suerte de centro financiero regional, al menos en algunos tipos de servicios financieros, probablemente en aquellos relacionados a la operativa *off shore*, y servicios bancarios especializados.

Desde el punto de vista del mercado de valores la integración financiera también podría ser positiva. Es probable que un mercado de valores más integrado regionalmente permita superar el subdesarrollo actual del mercado de valores uruguayo. En particular, con un mercado integrado desaparecen los problemas profundidad y liquidez, aumenta la posibilidad de diversificar riesgos idiosincrásicos y podría generarse un espacio para un mercado de bonos de alto riesgo.

Un marco común para los mercados de valores, junto con reglas comunes que impongan e incentiven buenos comportamientos corporativos podrían beneficiar al mercado de capitales uruguayo, dado que ahí es donde este presenta mayores dificultades.

Si bien no se puede desconocer que una mayor integración financiera regional puede traer algunos costos asociados, como un mayor riesgo a contagio de crisis financieras regionales (riesgo del que no se esta exento aún sin integración), creemos que los beneficios serían superiores a los costos. Los beneficios en términos macroeconómicos consistirían en la posibilidad de suavizar ciclos que han sido amplificados por algunas de las características idiosincrásicas del sistema financiero local, así como un impacto positivo en términos de crecimiento al levantar algunas restricciones al financiamiento de inversiones de empresas locales.

5

INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL MERCOSUR

Diego Aboal (CINVE)
Bibiana Lanzilotta (CINVE)
Marcelo Perera (CINVE)

INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL MERCOSUR*

1. INTRODUCCIÓN

El desarrollo y la profundidad de los mercados financieros están asociados al nivel de crecimiento y desarrollo de los países (Beck *et al.*, 2000; Levine *et al.*, 2000). El sistema financiero puede facilitar o bloquear las posibilidades de crecimiento de un país. Por tanto, su desarrollo debe ocupar un espacio privilegiado en las acciones de política.

Los sistemas financieros de los países que integran el bloque MERCOSUR están, bajo casi cualquier indicador comparado que se considere, subdesarrollados y son altamente ineficientes. Si bien es claro que las políticas domésticas tienen un rol a cumplir en su desarrollo y eficiencia, por la dimensión de algunos de estos mercados, no es posible concebir en un desarrollo pleno sin pensar en una integración financiera, al menos regional. Esto pone en la agenda de investigación, la discusión de las oportunidades y dificultades de una posible integración financiera en el MERCOSUR.

El presente trabajo se organiza de la siguiente manera: en la sección II se analizan los principales indicadores de los sistemas financieros de la región en comparación con los países de la Unión Europea (UE) y de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN). La sección III aporta evidencia sobre los determinantes de la integración financiera entre países. En la sección IV, a partir de la descripción del proceso de integración financiera de la Unión Europea, se pretende extraer lecciones para un eventual proceso de profundización de la integración financiera en el MERCOSUR. En la sección V se presentan las principales conclusiones de

* Contacto con los autores: aboal@cinve.org.uy, bibiana@cinve.org.uy, perera@cinve.org.uy.

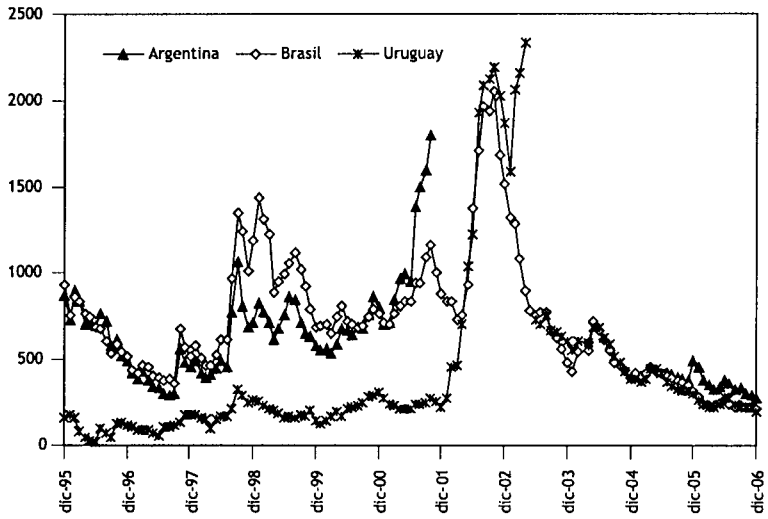
este trabajo. Finalmente en el anexo se aporta evidencia empírica sobre los determinantes del desarrollo y la integración financiera a nivel internacional.

2. LA INTEGRACIÓN Y EL DESARROLLO FINANCIERO EN EL MERCOSUR

2.1 Introducción

Las externalidades entre las economías de la región no se han transmitido únicamente a través de los canales comerciales. Los efectos macroeconómicos derivados del funcionamiento de los mercados financieros también han sido importantes, obsérvese, por ejemplo, la elevada correlación de los *spread* de la deuda pública (riesgo país) entre los dos socios más grandes del bloque, Brasil y Argentina, previo y posterior a la crisis argentina de 2001.

Gráfico 1
EMBI Argentina, Brasil y UBI Uruguay



Nota: para poder apreciar mejor la correlación se excluyen del gráfico los valores del EMBI-ARG entre noviembre-2001 y junio-2005 y de Brasil de mayo-2003.

Fuente: Bloomberg y República AFAP.

Sin embargo, la integración medida a través de las transacciones financieras entre fronteras nacionales de las economías del bloque, es muy escasa en el MERCOSUR. Un dato indicativo de tal situación es la posición de activos frente a no residentes de las instituciones financieras residentes en la mayor economía del bloque. Los bancos brasileños en 2005 poseían tan solo un 3,8% de sus activos exter-

nos en los restantes socios del MERCOSUR (véase cuadro 1). La aparente paradoja, se explica por la propia globalización del sistema financiero internacional y por el hecho de que las economías de la región comparten una elevada vulnerabilidad a las condiciones de financiamiento internacional. A diferencia de otras experiencias de integración, en el MERCOSUR, la mayor parte de los movimientos de capitales se llevan a cabo con mercados de fuera de la región.

Las asimetrías normativas existentes en el región revelan el mismo panorama en cuanto a la escasa integración, si tenemos en cuenta que un proceso de integración financiera -*de jure*- es alcanzado cuando los agentes de una determinada región enfrentan reglas idénticas y tienen acceso a los mismos instrumentos financieros y servicios dentro de ese mercado. Como veremos, los procesos de desregulación de los movimientos de capitales han ocurrido de manera desigual entre los países miembros, así como también lo han sido los referidos a otros aspectos de los propios mercados internos.

Cuadro 1
Distribución de los activos externos de los bancos brasileños según región de residencia de los prestatarios (%). Promedio año 2005

TOTAL		**100,0**
Países desarrollados		**77,2**
Europa		**44,7**
	Reino Unido	19,2
	Alemania	7,0
	Portugal	4,1
	Francia	2,4
	Resto	12,0
Otros países desarrollados		**32,5**
	Estados Unidos	29,2
	Resto	3,3
Centros offshore		**16,7**
Países en desarrollo		**6,1**
América Latina y Caribe		**4,9**
	Argentina	2,1
	Chile	0,4
	Paraguay	1,3
	Uruguay	0,4
	Resto	0,6
Resto países en desarrollo		**1,2**

Fuente: Bank for International Settlement - International Consolidated Banking Statistics

El primer esfuerzo regulatorio, tendiente a eliminar las asimetrías dentro de mercados nacionales en el tratamiento de los inversores de los países miembros, ha sido el Protocolo de Colonia para la Promoción y Protección Recíproca de Inversiones, aprobado por el Consejo Mercado Común el 5 de agosto de 1994. En general el acuerdo promueve un tratamiento de los inversores de los países miembros de manera no menos favorable que a los inversores nacionales o de terceros Estados, sin perjuicio del derecho de cada país a mantener transitoriamente algunas excepciones detalladas en el acuerdo. En el término inversión se abarca la propiedad de bienes muebles e inmuebles, acciones, cuotas societarias y cualquier otro tipo de participación en sociedades, títulos de crédito, préstamos vinculados a una inversión específica y derechos de propiedad intelectual o inmaterial (incluyendo derechos de autor y de propiedad industrial), entre otros. En la práctica, aún no se han observado importantes consecuencias de estas medidas.

2.2 La apertura financiera en el MERCOSUR

Para analizar el grado de apertura financiera en la región utilizaremos el índice elaborado por Chinn e Ito (2006). Este consiste en un indicador sintético de las siguientes características: la presencia de tipos de cambio múltiples, restricciones en las transacciones de cuenta corriente, restricciones en las transacciones de la cuenta capital y una variable indicadora de la existencia de ciertos requerimientos en los procedimientos de exportación. El índice constituye una medida *de jure* de la apertura financiera dado que se basa en el grado de regulación de las transacciones con el exterior.[1]

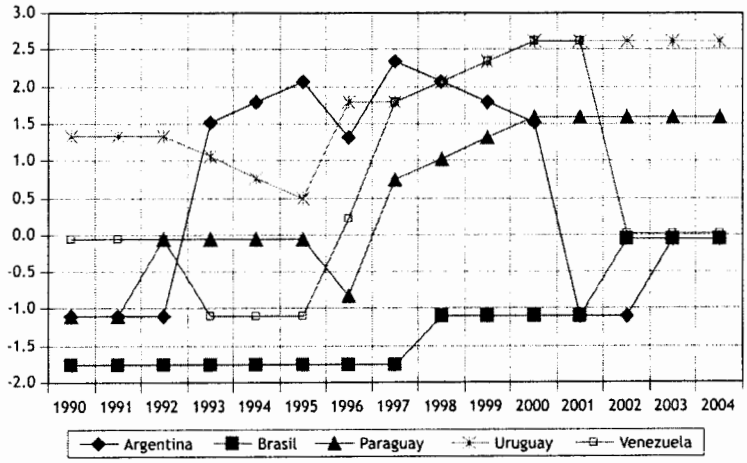
En el gráfico 2 se observan las importantes diferencias en el grado de apertura financiera de los países de la región. En el año 2004 dicho índice varía en un rango de -0,54 (Argentina y Brasil) y 2,6 (Uruguay).[2] Si comparamos esta dispersión con la presentada en el gráfico 3 para los países de la UE-15 quedan en evidencian las importantes asimetrías en el tratamiento de las transacciones financieras externas que aún se mantienen en las economías del MERCOSUR. La convergencia entre el grado de apertura de las economías europeas es especialmente notorio desde la creación del mercado único.

1 La medida sintética se obtiene mediante el análisis de componente principal. La integración *de facto* puede medirse directamente a través de los montos de los flujos de capitales transfronterizos, o a través de medidas del grado de arbitraje de precios de activos emitidos en distintas economías, como por ejemplo la paridad de intereses (véase por ejemplo Cheung *et al.*, 2003).

2 Para una muestra de 182 países entre 1990 y 2005 el rango de variación del índice es [-1,8; 2,6].

Adicionalmente se observa la temprana liberalización financiera de Uruguay en comparación con sus socios, lo que le otorgó una ventaja competitiva fundamentalmente en la década de los noventa. Este hecho facilitó que Uruguay desempeñara un importante papel financiero como captador de ahorro de la región. El control prácticamente total de los bancos privados por parte de instituciones extranjeras y el elevado porcentaje de los depósitos bancarios de no residentes, también está asociado al proceso de liberalización financiera en Uruguay. No obstante, el sistema financiero uruguayo tiene un tamaño reducido aún si se lo compara únicamente con sus socios más grandes, enfrentando una dificultad en el reducido tamaño de su mercado.[3]

Gráfico 2
Índice de apertura financiera de Chinn e Ito (2006)
Países del MERCOSUR, 1990 a 2004

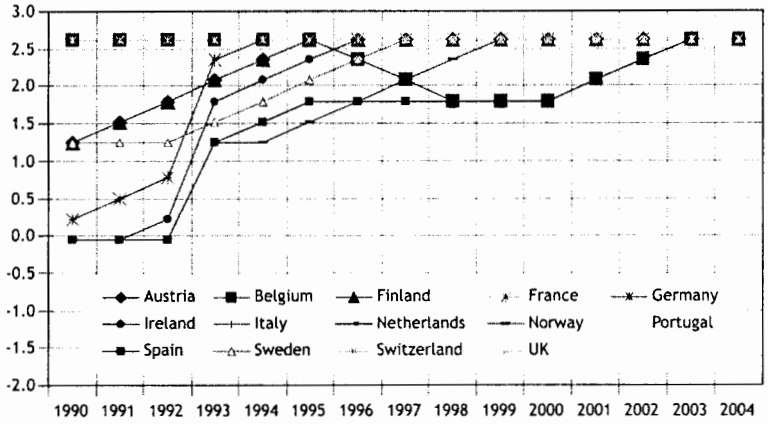


Fuente: Chinn e Ito (2006).

El grado de apertura financiera de Paraguay y Brasil es progresivamente mayor en el período considerado, aunque marcadamente más lento en Brasil. En el caso de Argentina la evolución del índice es más errática, mientras en los noventa se procesó un importante grado de apertura financiera, a partir de la crisis de 2001 se produjo un fuerte revés en la misma. Algo similar ha ocurrido en Venezuela, en los primeros años de la presente década se observó un retroceso en el grado de apertura respecto a la segunda mitad de los noventa.

3 Sin embargo el sistema bancario está entre los más grandes de la región en proporción al PIB.

Gráfico 3
Índice de Apertura Financiera de Chinn e Ito (2006)
Países de la UE-15, 1990 a 2004



Fuente: Chinn e Ito (2006).

2.3 Una mirada comparada con otras áreas económicas

A continuación se realiza una descripción comparada de los mercados financieros de la región tomando como punto de referencia otros bloques económicos con distinto grado de avance en la integración económica. En particular se realiza una comparación con la Unión Europea (15 miembros) y la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) sobre la base de un conjunto de indicadores de desarrollo de los mercados financieros.

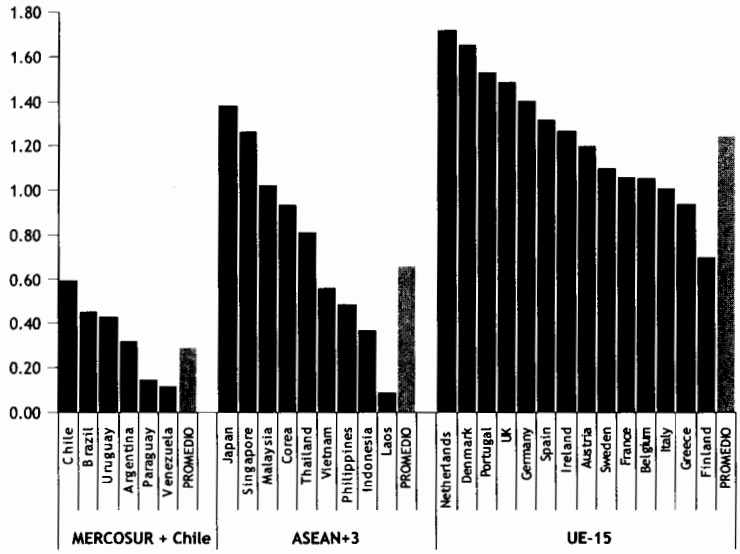
Para garantizar la homogeneidad de los indicadores se trabaja con la información de la base de datos sobre Estructura y Desarrollo Financiero proporcionada por el Banco Mundial (versión 2005). En particular se aporta un panorama del grado de desarrollo de la intermediación bancaria (y de otros intermediarios según se indicará) y del mercado de valores. Siguiendo la práctica de recientes investigaciones (Beck, Demirguc-Kunt y Levine, 1999; Demirguc-Kunt y Levine, 2000; entre otros) se hará una distinción entre indicadores del tamaño, actividad y eficiencia del sistema financiero.

2.3.1 Tamaño

En el gráfico 4 se presenta la relación entre los activos bancarios y el PIB de los distintos países pertenecientes a las tres regiones económicas antes señaladas. Se

destaca el menor tamaño del sector bancario en las economías del MERCOSUR donde dicho ratio en promedio alcanza el 29%, frente al 66% de los países de la ASEAN y 124% de los de la UE-15. Dentro de las economías latinoamericanas Chile muestra el mayor avance logrado en el desarrollo del sector bancario medido por su tamaño relativo a la economía, no obstante su nivel se encuentra muy por debajo de las economías europeas (UE-15) y varias de las economías de la ASEAN.

Gráfico 4
Activos Bancarios en relación al PIB. Año 2004

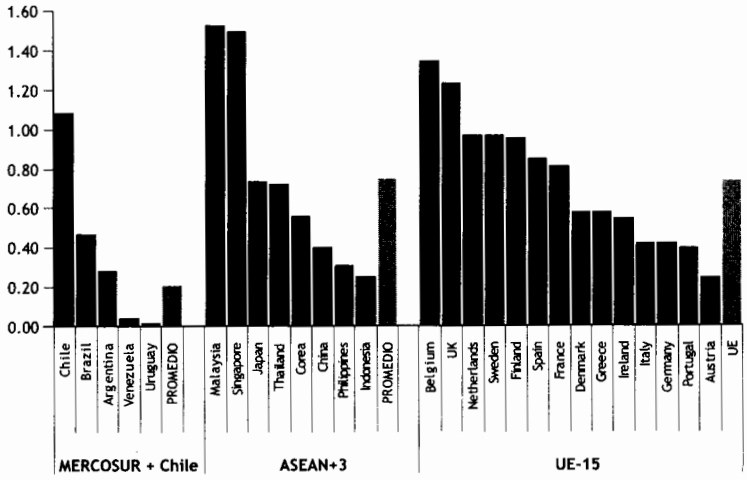


Nota: el promedio "MERCOSUR+Chile" excluye Chile y el promedio "ASEAN+3" excluye Japón, China y Corea.

Fuente: World Bank - Database on Financial Development and Structure.

En segundo lugar, con el propósito de observar el tamaño relativo de los mercados de valores en las economías de la región, se presenta la capitalización del mercado como porcentaje del PIB (gráfico 5). En este caso la heterogeneidad dentro de las regiones consideradas es mayor que en el indicador anterior. No obstante el tamaño del mercado de valores en los países del MERCOSUR en promedio es muy inferior al del resto de las regiones. El mercado de valores en Uruguay es particularmente reducido incluso en comparación con sus socios comerciales. El tamaño del mercado bursátil chileno sobresale por su tamaño incluso superando al de la mayoría de las economías europeas y del sudeste asiático.

Gráfico 5
Capitalización del Mercado en relación al PIB. Año 2004.



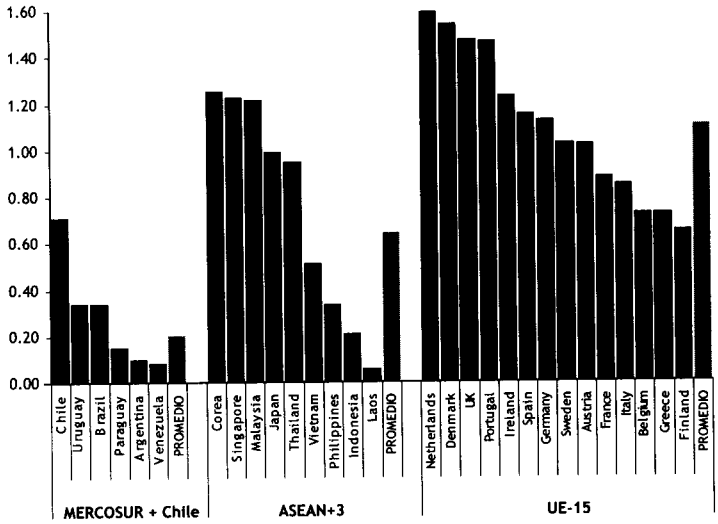
Nota: Idem gráfico 4.
Fuente: World Bank - Database on Financial Development and Structure.

2.3.2 Actividad

En el gráfico 6 y 7 se presentan dos medidas alternativas de la actividad del sector financiero relacionadas a su función básica: la canalización del ahorro a los inversores, y utilizadas entre otros por Levine *et al.* (2000). En primer lugar, la porcentaje de crédito privado en relación al PIB es sensiblemente menor en el promedio de los países del MERCOSUR, siendo el 20% en el año 2004. En los países pertenecientes al la ASEAN el ratio promedio supera el 60%, al tiempo que en los países de la Unión Europea (UE-15) dicho ratio es más de 5 veces el promedio del MERCOSUR. La lectura es prácticamente la misma si en lugar del crédito al sector privado se consideran los depósitos bancarios en relación al PIB.

En el gráfico 8 se observa la evolución en 15 años del crédito al sector privado en relación al PIB por región económica. Durante la década de los noventa, mientras en la UE y el MERCOSUR la actividad financiera bancaria se mantiene constante en relación al PIB, en la ASEAN se observa un vigoroso crecimiento. No obstante a partir de 1998-1999 se produce un revés en ese proceso como consecuencia de la crisis asiática (1997-98). La crisis en los países del MERCOSUR (fundamentalmente en Argentina y Uruguay) también tiene un efecto contractivo

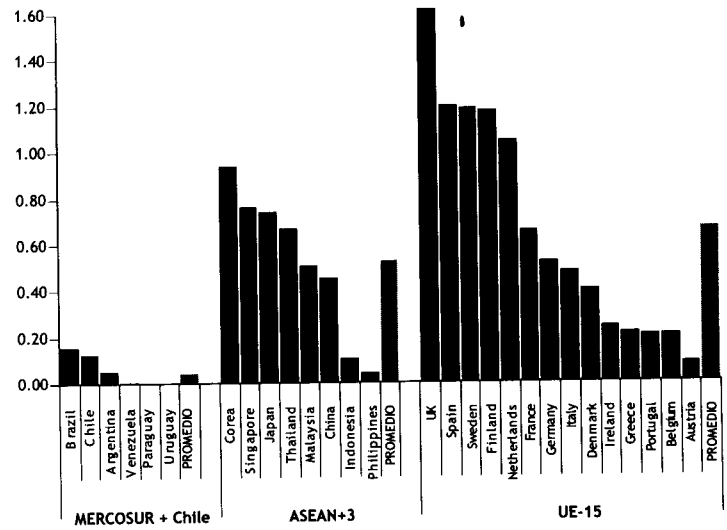
Gráfico 6
Crédito al sector privado del conjunto de instituciones financieras en relación al PIB. Año 2004



Nota: Idem gráfico 4.

Fuente: World Bank - Database on Financial Development and Structure

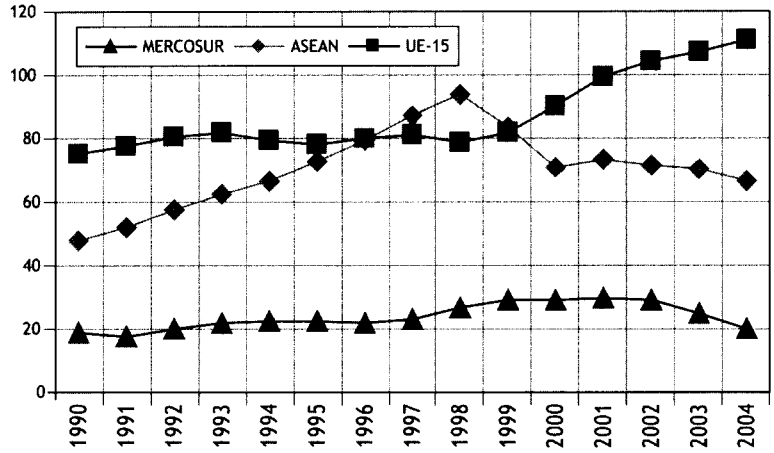
Gráfico 7
Valor Comercializado en el Mercado de Valores en relación al PIB. Año 2004



Nota: Idem gráfico 4.

Fuente: World Bank - Database on Financial Development and Structure

Gráfico 8
Crédito al sector privado en relación al PIB (%). Evolución de los valores promedio por región entre 1990 y 2004



Fuente: World Bank - Database on Financial Development and Structure

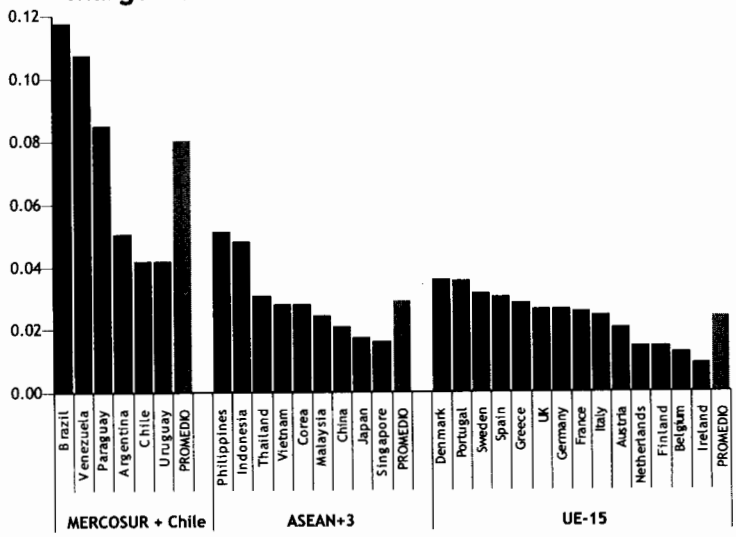
en el crédito privado a partir de 2002. Por otra parte, en la UE se observa un crecimiento de este indicador desde 1999 lo, que confirma el estímulo a la actividad financiera de la moneda única que comienza a regir a partir de entonces.

En relación a la actividad de los mercados de valores, las disparidades son sensiblemente mayores. Valiéndonos del ratio entre el total de valores comercializados y el PIB en el año 2004, se observa un nivel de actividad bursátil en el MERCOSUR 12,6 veces menor al promedio de los países de la ASEAN y casi 16 veces menor al promedio del mercado único europeo (15 miembros).

2.3.3 Eficiencia

Como indicador de la eficiencia de la intermediación financiera se presenta en el gráfico 9 el margen de interés neto y en el gráfico 10 el *overhead* bancario. Si bien son diversos los factores que afectan estas variables, la presencia de márgenes más estrechos está asociada a una mayor competencia y eficiencia del sistema financiero. Los menores niveles de eficiencia son claramente apreciables en los países del MERCOSUR. El margen neto promedio es del 8% frente a un 2,9% en la ASEAN y 2,4 en la UE-15. Los menores niveles de eficiencia de la intermediación financiera en términos comparativos se acentúan si consideramos el *overhead* bancario. Frente a un *overhead* promedio entre el 2% y 3% en los países de la ASEAN

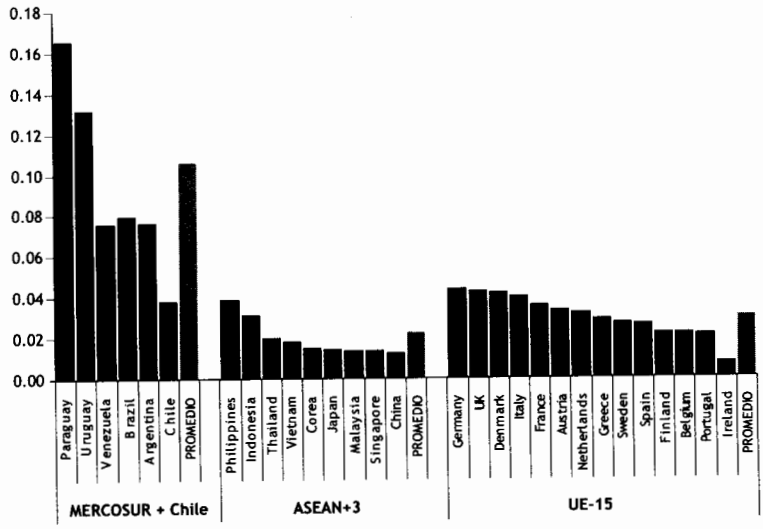
Gráfico 9
Margen de Interés Neto bancario. Año 2004



Nota: Idem gráfico 4.

Fuente: World Bank - Database on Financial Development and Structure.

Gráfico 10
Overhead bancario. Año 2004



Nota: Idem gráfico 4.

Fuente: World Bank - Database on Financial Development and Structure.

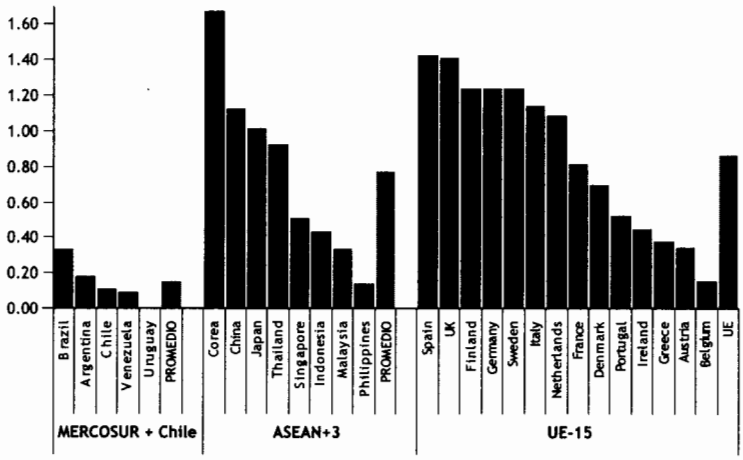
y de la UE-15, los países del MERCOSUR presentan valores muy superiores, mayores al 7,5% en todos los casos.

A mayor integración financiera es esperable una convergencia en la eficiencia del sector bancario entre las economías de un mismo bloque. Por lo tanto, la dispersión intrarregional tanto del margen como del *overhead* bancario da cuenta, entre otros factores, del grado de integración financiera en cada bloque. La mayor dispersión en el MERCOSUR es indicativo del escaso grado de arbitraje en los servicios bancarios de la región, y por tanto de la escasa integración financiera.

En el gráfico 11 se presenta la relación entre los valores comercializados y la capitalización en el mercado de acciones como medida de eficiencia del mercado de valores. Conviene señalar que esta no es una medida directa de la eficiencia (no mide directamente los costes de transacción) y en ocasiones también es utilizada como indicador de la liquidez del mercado.

La escasa eficiencia (o liquidez) del mercado accionario en las economías del MERCOSUR en términos comparativos es muy notoria. Dicho indicador es más de cinco veces superior en el promedio de los países de la ASEAN y de la UE-15. El país que presenta el mayor valor en la región (Brasil) supera a tan sólo a dos economías en la muestra total de países extra región del gráfico 11 (Filipinas y Bélgica).

Gráfico 11
Razón de rotación de activos (*Turnover Ratio*)



Nota: Idem gráfico 4.

Fuente: World Bank - Database on Financial Development and Structure.

3. DETERMINANTES DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

Los sistemas financieros de los países del MERCOSUR presentan un bajo nivel de desarrollo en comparación con la mayoría de las economías de la ASEAN y de las economías de la UE-15. Como factor explicativo fundamental de estos resultados, y como lo constata ampliamente la literatura, se encuentra el menor desarrollo económico de las economías de nuestra región. En los gráficos 12 y 13 se observa la relación positiva entre dos medidas de desarrollo financiero y el PIB per cápita para una importante muestra de países en el año 2004.

Por otro lado, y una vez controlados ciertos factores macroeconómicos, recobran importancia los aspectos institucionales tales como la calidad de los sistemas legales y regulatorios. En particular, la legislación vinculada a la protección legal de los inversores (accionistas y acreedores) resulta un aspecto clave en la profundidad de los mercados financieros.

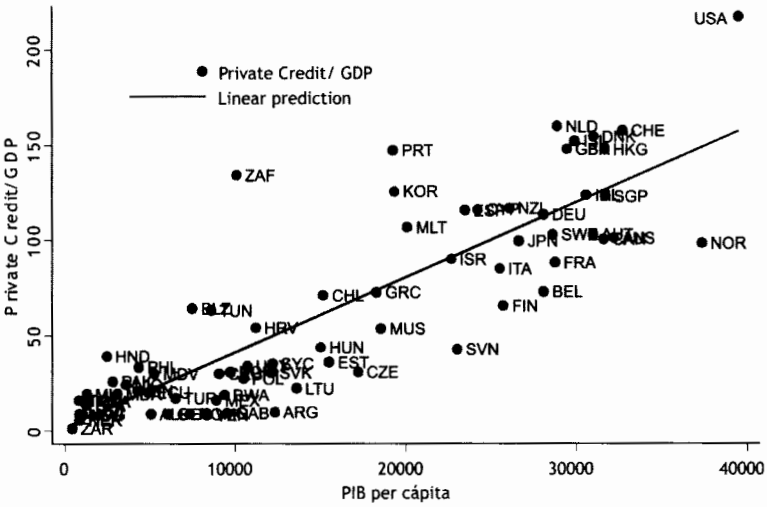
Eichengreen v Park (2006) al intentar explicar la menor integración financiera[4] de los países del sudeste asiático en relación a la UE, ofrecen algunos elementos interesantes para responder a esta pregunta. En primer lugar, si bien es cierto que la disparidad en el desarrollo económico de las regiones, junto con otras diferencias idiosincrásicas regionales, predeterminadas desde el punto de vista de la política (distancia entre países, idioma, etc.), explican en buena medida las diferencias en el grado de integración económica, no es menos cierto que variables de política tienen un rol muy importante.

La evidencia de que los flujos financieros "siguen" a los flujos comerciales indica que la menor profundidad en el comercio intrazona de la ASEAN es causa de la menor integración financiera. Los controles en la cuenta capital son señalados como un factor que retrasa el proceso de integración financiera, como así también el menor desarrollo financiero e institucional de aquellas economías que son potenciales fuentes (exportadores) de recursos financieros en los bloques regionales.

Ejercicios econométricos realizados en este trabajo y que se presentan en detalle en el Anexo reafirman algunas de estas conclusiones. En particular, los resultados indican que los factores explicativos de una mayor integración financiera, por orden de importancia, son: el PBI per capita del país receptor de los fondos y la apertura financiera del país de origen de los capitales, en segundo lugar la existencia de sistemas legales comunes, el volumen de comercio bilateral, la distancia geográfica y el nivel de actividad financiera del país de origen de los activos (cré-

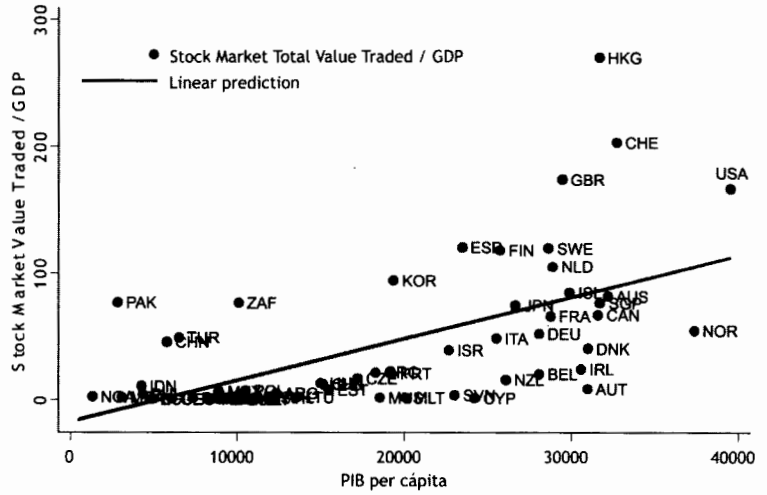
4 Definida en base a las transacciones interbancarias transfronterizas entre los países miembros de cada bloque regional.

Gráfico 12
Crédito Privado/PIB y PIB per cápita
Muestra de 70 países, año 2004



Fuente: elaboración propia en base datos de Penn World Tables y World Bank - Database on Financial Development and Structure.

Gráfico 13
Valor comercializado en el mercado de valores/ PIB y PIB per cápita. Muestra de 58 países, año 2004



Fuente: elaboración propia en base datos de Penn World Tables y World Bank - Database on Financial Development and Structure.

dito al sector privado como porcentaje del PIB), y finalmente, el PIB per capita y el desarrollo del mercado de capitales en el país exportador de capital y la apertura financiera y el nivel de actividad financiera en el país receptor.[5]

Por su parte, con respecto al desarrollo financiero de los países, los resultados indican que el crecimiento económico, la apertura financiera, y en menor grado la apertura comercial, la protección de los derechos de los acreedores y de los accionistas y el PBI per capita son factores que se asocian positivamente con el desarrollo del sistema financiero.

5 El orden de importancia está dado por el número de veces que el parámetro es significativo en las 4 especificaciones estimadas. En primer lugar aparecen aquellas variables cuyo parámetro fue significativo en las 4 regresiones, en segundo lugar aquellas en las que fueron significativos en 3 de las regresiones y finalmente aquellos que fueron significativos en 2 o 1 de las regresiones.

4. ALGUNAS LECCIONES DE LA EXPERIENCIA EUROPEA

4.1 Introducción

Desde los 80, diversos factores impulsaron el proceso de integración financiera en los países europeos. Entre ellos la globalización del Sistema Financiero Internacional, la introducción de la moneda única y las reformas normativas. Como consecuencia de estos factores, la estructura del sector financiero de la UE ha cambiado, aunque el préstamo bancario siga siendo la principal fuente de financiación del sector privado. Los mercados financieros se han expandido y son ahora más homogéneos; se han consolidado los intermediarios y las infraestructuras de mercado, y han surgido nuevos productos.

Sin embargo, a pesar de que la integración fundamentalmente en el área del euro es considerada muy avanzada desde el punto de vista legal, el grado de integración no ha sido el mismo en los distintos segmentos del sector financiero y empresarial. En el sector bancario la integración ha avanzado considerablemente en el nivel mayorista, pero el minorista sigue fragmentado en sectores nacionales. Incluso dentro del mercado de crédito corporativo, recientes estudios (véase por ejemplo European Central Bank, 2004) indican que el segmento de crédito a medio y largo plazo está más integrado que en el segmento a corto plazo. En relación a los créditos a familias, se ha procesado una convergencia en los tipos de interés de los créditos hipotecarios, mientras el crédito al consumo se encuentra altamente fragmentado entre los mercados nacionales.

En relación al mercado de valores los avances en los últimos años han sido importantes, por ejemplo, mientras la dispersión de los rendimientos bursátiles entre países ha sido mayor que la dispersión de los rendimientos entre los sectores económicos, desde finales de los años noventa dicha característica comienza a revertirse. Este fenómeno junto a la mayor correlación entre los rendimientos de los activos entre los países del área es evidencia de la mayor profundización de la integración de los mercados. Detrás de este proceso se observa una clara disminución del sesgo nacional en la demanda de activos por parte de los inversores institucionales de la región; las decisiones de inversión se basan cada vez más en sectores, y no en países.

La integración en los mercados monetarios se ha acelerado de forma notable desde la introducción del euro. Los mercados de la zona euro de depósitos interbancarios y de instrumentos derivados están prácticamente unificados, reflejando el impacto de la eliminación del riesgo de tipo de cambio en estos mercados de operaciones sin garantía.

En el mercado de bonos públicos denominados en euros la integración es alta. Los diferenciales de rendimiento de las obligaciones entre los Estados son reducidos y obedecen, sobre todo, a las primas de crédito y liquidez, en tanto que los factores locales apenas influyen en el rendimiento. La moneda única también ha estimulado la ampliación y profundización del mercado denominado en euros de bonos de sociedades que se encuentra en franca expansión e integración.

El estado actual de la integración financiera en Europa es el resultado de un proceso de más de tres décadas desde las primeras directivas comunitarias relativas a los servicios financieros.[6] La trayectoria y velocidad de este proceso no fue homogénea entre los estados miembros. Además de las diferencias políticas e institucionales, los distintos países comenzaron el proceso con grados muy diversos de desarrollo y apertura de sus sistemas financieros. Más allá de estas diferencias, que determinaron la velocidad con que cada país implementó las directivas comunitarias, es posible identificar una secuencia de acciones y principios que guiaron el proceso.

4.2 Los principios rectores y el lento camino al mercado único de servicios financieros

El punto central de la estrategia europea fue el reconocimiento de que el impulso inicial hacia una arquitectura de mercado único consistía en un nivel mínimo de armonización de las reglas de juego. En este sentido los países reconocieron la necesidad de coordinar en cierto grado la legislación y encauzar la desregulación en los mercados domésticos. La estrategia se apoyó en los siguientes pilares[7]:

a. Nivel mínimo de armonización. La Comisión Europea adoptó el principio del "mínimo denominador común", es decir, un nivel mínimo de coordinación y armonización entre los estándares nacionales.

b. Reconocimiento mutuo. Una vez acordado el mínimo de reglas esenciales comunes, cada estado miembro debería reconocer la validez de las reglas aplicadas en los restantes estados miembros.

c. Control nacional. La responsabilidad de la supervisión de las instituciones financieras recae en cada estado miembro, incluso cuando estas realizan negocios en territorios de otros países de la comunidad.

---

6 Tomando como referencia la primera directiva de coordinación sobre seguros de 1973.

7 Este enfoque general se encuentra plasmando en Commission of the European Communities (1985).

De esta manera se optó por un camino más pragmático que el de la definición de una legislación idéntica entre los estados miembros en relación a los mercados de servicios financieros. La ventaja del reconocimiento mutuo sobre la base de reglas básicas comunes es la habilidad del sistema en su conjunto para explorar un proceso endógeno de convergencia en las legislaciones nacionales.

La aplicación de estos principios se reflejó en las diversas directivas desde la década de los '70, las que incluyeron tanto al sector bancario, de seguros y el mercado de valores. Los primeros esfuerzos de coordinación (en el sector de la banca) estuvieron dirigidos a establecer la definición del concepto de institución bancaria y de sus actividades, como así también los requerimientos exigidos por las autoridades nacionales para el otorgamiento de nuevas licencias. Fue aceptado el objetivo de establecer estándares comunes en relación al reporte de información y la rendición de cuentas, y la definición de medidas que debían ser tomadas por los órganos nacionales de contralor para mantener un sistema financiero estable (ratios de capital ajustados por riesgo, límites al grado de exposición y garantía de depósitos).

Por otro lado se inició un proceso de apertura simultánea y progresiva de los sistemas financieros a la competencia externa y la liberalización de las transacciones en la cuenta capital. Si bien el libre movimiento de capitales es hoy una realidad en la UE, fue el resultado de un proceso bastante reciente. El Tratado de Roma de 1957 concebía el libre movimiento de capitales junto con el de bienes, servicios y personas, como una condición necesaria para el establecimiento del mercado común, no obstante, a principios de los '70 sólo Alemania presentaba una cuenta de capital bastante liberalizada.

El lento proceso fue el resultado de la tensión entre los beneficios de la integración comercial y financiera y la pérdida de autonomía en el manejo de sus políticas domésticas, fundamentalmente la monetaria. Estas tensiones fueron particularmente importantes en los '70 dado el deterioro del contexto económico internacional (colapso del sistema de Bretton Woods y los *shocks* petroleros). No fue sino a mediados de los '80[8], en un contexto macroeconómico más favorable, cuando los movimientos de capitales en el área comunitaria comenzaron a ser liberalizados y se aceleró el proceso hacia el mercado único.[9]

Las negociaciones sobre la liberalización enfrento a dos tipos de jugadores, por un lado Alemania e Inglaterra, con una visión de apertura multilateral al mercado mundial, y por el otro lado a Francia que aspiraba a crear un espacio financiero más exclusivo, sujeto a una legislación y política europea. Mientras la primera postura focalizaba la estrategia en la eliminación de los obstáculos existentes a los

8 Hacia la primera mitad de los '80 sólo Alemania y Reino Unido habían liberalizado completamente los movimientos de capitales, y sólo parcialmente Holanda, Luxemburgo y Bélgica. El resto de los países habían adoptado cláusulas de salvaguarda para retrasar en distinto grado la reducción de sus controles de cambios (OCDE, 1987).

9 Compromiso asumido en el Acta Única Europea de 1986.

movimientos de capitales, la segunda abogaba por un acuerdo sobre un mínimo de reglas comunes. Otros países, fundamentalmente aquellos con importantes déficit fiscales (Italia, España, Irlanda, Grecia, Portugal) concentraban básicamente sus esfuerzos en mantener cláusulas de salvaguarda con el objetivo de evitar las consecuencias políticas internas que podría acarrear la eliminación sobre el control de capitales.

Una directiva de 1988 (88/361/EEC) determinó el libre movimiento de capitales y la no discriminación en base a la nacionalidad, aunque este último aspecto estuvo sujeto a excepciones en la medida que cada estado podría imponer restricciones unilaterales alegando intereses nacionales legítimos como problemas de regulación monetaria.

La Primera Directiva de Coordinación Bancaria en 1977 (77/780/EEC) reguló el acceso de las instituciones extranjeras a los mercados nacionales. En ella se establecía el tratamiento nacional sobre las sucursales de bancos extranjeros europeos. Las instituciones extranjeras de origen europeo no podían ser discriminadas en las condiciones de acceso y establecimiento respecto a las nacionales. Al mismo tiempo, el tratamiento a las instituciones de terceros países no debía ser menos restrictivo que aplicado a una institución crediticia de un país miembro.

A pesar de la igualación en las condiciones de acceso a los mercados entre instituciones nacionales y extranjeras, el sistema financiero comunitario aún se enfrentaba una limitación en la expansión de la actividad bancaria, que estaba dada por las diferencias en las regulaciones nacionales. Esto es, las sucursales de bancos extranjeros debían ajustarse a la autorización de los organismos supervisores nacionales y por tanto cumplir con los requerimientos exigidos en el mercado doméstico (capital mínimo, ratios de solvencia, formas legales, estructuras organizativas y operativas, etc). La Segunda Directiva de Coordinación Bancaria que fue aprobada en 1989 (89/646/EEC) estableció el principio de reconocimiento mutuo, conocido como el "pasaporte único", otorgando la libertad de oferta de las instituciones bancarias comunitarias. Mediante una definición amplia de actividad bancaria, la autorización de una institución en su país de origen bastaba para que la misma desarrollara la misma actividad en los restantes países miembros.

La estrategia en el mercado de seguros fue similar en el sentido de que las sucesivas directivas (en los años 1988, 1990 y 1992) garantizaron la libertad de establecimiento y de oferta ("pasaporte único") a lo largo de la UE.

4.3 La intensificación de las acciones: el PASF

Mas allá de estos esfuerzos desde la década de los '70 por alcanzar un mercado financiero integrado en la UE, al momento de la entrada en vigor de la moneda

única, aun permanecía segmentado y las empresas y consumidores restringidos en el acceso a servicios financieros transfronterizos.[10] Esto junto al reconocimiento de diferencias substantivas en las legislaciones de los miembros del bloque determinó que la Comisión presentara en 1999 el "Plan de Acción de Servicios Financieros" (PASF). El PASF definió tres objetivos estratégicos: i) instaurar un mercado único de servicios financieros al por mayor, ii) hacer accesibles y seguros los mercados minoristas y iii) reforzar las normas de supervisión cautelar. Para cada uno de estos objetivos se identificaron las prioridades orientativas y se detalló un calendario de medidas específicas.

Acciones previstas en el **mercado de servicios financieros al por mayor**:

- Instauración de un marco jurídico común para mercados integrados de valores mobiliarios e instrumentos derivados.
- Supresión de los obstáculos que impiden reunir capitales a escala europea. Actualizar las directivas sobre las exigencias en materia de información y reportes en caso de oferta pública.
- Evolución hacia un conjunto único de normas de información financiera para las sociedades cotizadas en Bolsa.
- Creación de un marco jurídico coherente para los fondos de pensiones.
- Instauración de la seguridad jurídica necesaria para apoyar las operaciones transfronterizas con títulos.
- Creación de un entorno seguro y transparente para las reestructuraciones transfronterizas. La adopción de la Directiva sobre las ofertas públicas de adquisición (OPA) y sobre la sociedad europea debería garantizar la protección de las acciones minoritarias y una organización más racional de las estructuras jurídicas de las sociedades en el mercado único.

Acciones previstas respecto a la **apertura y seguridad en los mercados minoristas:**

- Mejorar la información y la transparencia en el ámbito de la prestación transfronteriza de servicios financieros al por menor.
- Procedimientos de recurso. La Comisión lanzó una red para facilitar la resolución extrajudicial de los litigios en el ámbito financiero cuando el prestador de servicios está establecido en otro Estado miembro.
- Aplicación equilibrada de las normas de protección de los consumidores.

---

10 Evidentemente el desarrollo de los servicios financieros transfronterizos minoristas está acotada, entre otras razones, por el estrecho contacto y monitoreo de los clientes que requieren los bancos, lo que obliga a la presencia física de estos en los mercados donde se ofrece el servicio.

- Acciones sobre el comercio electrónico.
- Intermediarios de seguros. En el año 2002 se adoptó una Directiva sobre los intermediarios de seguros que refuerza la protección de los consumidores.
- Pagos transfronterizos. Establecer un sistema integrado de pagos al por menor que permita efectuar de manera eficaz y competitiva transferencias transfronterizas de pequeño importe; para lo cual es necesario intensificar la cooperación entre el Sistema Europeo de Bancos Centrales, las instituciones europeas y el sector privado.

Medidas propuestas para reforzar las normas de supervisión cautelar:

- Disposiciones destinadas a hacer converger la legislación cautelar de los sectores bancario, de seguros y de los valores mobiliarios hacia normas de calidad más exigentes, teniendo en cuenta los trabajos realizados por las estructuras existentes, como el Comité de Basilea y el Foro de Comisiones Europeas de Valores.
- Trabajos sobre la supervisión cautelar de los conglomerados financieros
- Iniciativas destinadas a mejorar el diálogo y la cooperación intersectoriales entre las autoridades sobre cuestiones de interés común, lo que implica la creación de un comité de valores mobiliarios de carácter consultivo.

En síntesis, la estrategia de integración financiera de la UE no estuvo exenta de obstáculos, para ello basta tener en cuenta que el estado actual es el resultado de un proceso de más de 30 años. La estrategia inicial se apoyó en tres pilares: un grado mínimo de armonización (fundamentalmente en relación a la regulación prudencial), reconocimiento mutuo de los estándares nacionales y el supervisión doméstica.

La revisión del proceso europeo muestra que el logro de un avanzado estado de integración financiera requiere un largo camino de coordinación y convergencia. La integración se logró con sistemas financieros domésticos muy diferentes en el punto de partida y aún en el estado actual. En Europa coexisten países con sistemas de banca universal (típicamente Alemania) y países con sistemas financieros basados en mercados de valores (típicamente Inglaterra). La penetración de instituciones extranjeras (incluyendo las comunitarias) es muy diversa entre los países. Por ejemplo, en 1997 mientras en Alemania tan sólo el 2,8% de los activos bancarios correspondían a bancos extranjeros, en Luxemburgo esa proporción era del 99%.[11]

11 Esta disparidad se explica en parte por las diferencias que aún persisten en los sistemas regulatorios y en los procesos de fusiones, adquisiciones y alianzas estratégicas entre instituciones que desencadenó la profundización de la integración. No obstante existen factores idiosincrásicos que determinan la mayor penetración de bancos extranjeros; por ejemplo el sistema financiero alemán se caracteriza por una estrecha relación entre empresas e instituciones bancarias lo que desestimula la entrada de nuevos competidores extranjeros.

Por último conviene señalar que ha existido un proceso de retroalimentación entre la unión monetaria y la integración financiera. La profundización de la integración, fundamentalmente en las operaciones interbancarias mayoristas, ha sido una condición necesaria para el correcto funcionamiento del sistema monetario. Al mismo tiempo la moneda única significa un catalizador de la integración financiera, incluso en los restantes segmentos del mercado.

5. CONCLUSIONES

Los países del MERCOSUR muestran un nivel de integración financiera casi nulo, lo que se refleja por ejemplo en los bajos flujos bilaterales de capitales entre los países del bloque. Esta situación solo se podrá revertir si se logra afectar algunos de los factores determinantes de los flujos bilaterales de capitales entre países y de la integración financiera.

La evidencia presentada en este trabajo indica que existen algunos factores que se encuentran dentro de aquellos que pueden ser afectados por la política económica al menos en el mediano plazo con el objetivo de profundizar los vínculos financieros entre los socios. Entre ellos están: la armonización de los sistemas legales, la mayor apertura financiera de los mercados, un mayor desarrollo de la actividad financiera de los países y un mayor comercio entre ellos. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que existen otros factores más estructurales, como el nivel de desarrollo de los países del bloque, que configuran un obstáculo para una mayor integración financiera.

De la experiencia exitosa europea es posible extraer algunas lecciones. En primer lugar, en el punto de partida, los países que conformaron este bloque europeo tenían niveles muy dispares de apertura financiera y de normativa, por citar solo dos aspectos y sin embargo avanzaron hacia una mayor integración financiera. Por tanto, el que ésta sea la situación de partida en el MERCOSUR no debería ser un factor que impida la adopción de medidas tendientes a fomentar una mayor integración de los mercados financieros regionales.

En segundo lugar, es interesante notar que la Unión Europea tuvo una política gradualista, que partió de reconocer que las normativas y otros factores asociados a los sistemas financieros locales no podían ser homogeneizados sino tras un largo proceso de adaptación. Esto evitó la adopción de políticas de *shock*, las que podrían haber tenido consecuencias no deseadas sobre los sistemas financieros de algunos de los socios.

Finalmente, como parece natural, la integración financiera no puede darse en un espacio en el que otros aspectos de la integración estén subdesarrollados. Parece claro que el éxito europeo se vincula estrechamente con el éxito obtenido en las áreas de integración comercial, de coordinación de políticas macroeconómicas y también en el proceso de unión monetaria.

Sin embargo, es importante reconocer que si bien la experiencia europea aporta elementos importantes para explicar las fuerzas que conducen a una profundización de la integración, también queda claro que ciertas condiciones de partida son muy diferentes entre el MERCOSUR y la UE.

Es indudable que la eliminación de distorsiones legales a la movilidad de capitales dentro del bloque y la mayor homogeneidad en las legislaciones nacionales actuaría como catalizador de la integración financiera. Sin embargo, la convergencia hacia un conjunto de normas e instituciones comunes no es igual en un área de libre comercio donde algunos de sus miembros con sistemas financieros desarrollados e instituciones sólidas son exportadores de capital, como en el caso de la Unión Europea, que en un área donde todas las economías son importadoras de capital, como en el MERCOSUR.

A su vez la convergencia es más fácil si dentro del bloque existe un paradigma para una normativa financiera común como lo fue Alemania en la conformación del mercado único europeo. Este marco de referencia no parece estar claramente presente en el MERCOSUR. Por otra parte, desde el punto de vista macroeconómico las economías de la región comparten una elevada vulnerabilidad que las hace similares en términos de riesgo sistémico, lo que constituye un desincentivo a los flujos de capital transfronterizos.

ANEXO AL CAPITULO 5

SOBRE LOS DETERMINANTES DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

Evidencia sobre la relación entre la profundidad del sistema financiero y algunas variables macroeconómicas e institucionales

En la tabla A1 se presentan los resultados de la estimación de dos ecuaciones explicativas de las siguientes dos medidas de desarrollo de los mercados financieros: el crédito privado en relación PIB y la Capitalización del Mercado en relación al PIB. Las variables explicativas consideradas fueron por un lado: el PIB per cápita, el coeficiente de apertura comercial y el índice de apertura financiera de Chinn e Ito. Por otro lado se incluyeron dos índices elaborados por La Porta *et al.* (1998) que resumen un conjunto de normas de protección de los acreedores y accionistas. Dado que estos índices no tienen variabilidad temporal (se disponen para un momento del tiempo, el año 1995) no es posible identificar su efecto en la estimación mediante efectos fijos.

Los resultados indican que el crecimiento económico se asocia positivamente con el desarrollo del sistema financiero medido por la penetración del crédito privado. Sin embargo, el PIB per cápita no resulta significativo para explicar el desarrollo medido por la capitalización del mercado. En segundo lugar, las estimaciones indican que la apertura comercial se asocia positivamente con la capitalización del mercado, aunque no resulta significativa para explicar el crédito privado en relación al PIB. Por su parte, el índice de apertura financiera resulta significativo y con signo positivo para explicar el desarrollo del sistema financiero en ambas especificaciones.

Finalmente, cuando se incorporan los índices de protección de los derechos de los accionistas, se observa en primer lugar, que el grado de protección de los derechos de los acreedores se asocia positivamente con el crédito privado, al 10% de significación. En segundo lugar, el índice de protección de los derechos de los accionistas es significativo para explicar el grado de capitalización del mercado.

Tabla A1
Ecuación explicativa de la expansión del crédito privado y el grado de capitalización. Estimación de panel, 46 países entre 1995-2004.

	Crédito Privado/PIB		Stk Market Capitaliz/PIB	
	(1)	(2)	(1)	(2)
PIB pc	44.467***	45.657***	13.101	6.864
	(6.45)	(6.03)	(1.14)	(0.55)
Apertura Comercial	-0.054	-0.104	0.507***	0.588***
	(-0.89)	(-1.37)	(5.16)	(4.85)
Apertura Financiera	2.238**	2.382**	6.615***	6.975***
	(2.02)	(2.07)	(3.63)	(3.68)
Índice "derechos de los acreedores" (a)	7.285*		-1.019	
	(1.93)		(-0.16)	
Índice "derechos de los accionistas" (a)	5.499		16.578***	
	(1.5)		(2.71)	
Observaciones	436	436	442	442
Período	1995-2004	1995-2004	1995-2004	1995-2004
Países	46	46	46	46
chi2	158	4147	101	2613
r2	0.687	0.915	0.563	0.869

estadístico t entre paréntesis. * sig. al 10%, ** sig. al 5%, *** sig. al 1%

(1) sin efectos fijos de país

(2) con efectos fijos de país

(a) Valor del año 1995. Al ser constantes en todo el período no pueden ser consideradas en la estimación (2)

Evidencia sobre los determinantes de los flujos financieros transfronterizos

El presente apartado pretende analizar la relación entre determinadas variables macroeconómicas y los flujos bilaterales de activos financieros entre países. Coeurdacier y Martin (2007) sobre una versión simplificada de Martin y Rey (2004, 2007) derivan una ecuación gravitacional explicativa del comercio internacional de activos financieros. En base a este trabajo se plantea el siguiente modelo empírico:

$$a_{ijt} = \alpha_i + \alpha_j + \alpha_{ij} + \beta_1 pib_{it} + \beta_2 pib_{jt} + \beta_3 (\frac{CredPriv}{PIB})_{it} + \beta_4 (\frac{CredPriv}{PIB})_{jt} + \beta_5 (\frac{MktCap}{PIB})_{it}$$
$$+ \beta_6 (\frac{MktCap}{PIB})_{jt} + \beta_7 AperFin_{it} + \beta_8 AperFin_{jt} + \beta_9 dist_{ijt} + \beta_{10} Comerc_{ijt} + \beta_{11} legal_{ijt} + u_{ijt}$$

Donde *a* refiere al monto de la inversión en cartera con origen en el país *i* (país exportador de capital) y destino en el país *j* (país vendedor del activo financiero e importador de capital). Los coeficientes á corresponden a los efectos fijos tanto del país exportador (*i*) y del país importador de capital (*j*). A su vez, dada la característica de la información, es posible establecer un efecto fijo por cada "par" de países, es decir un factor fijo específico de cada relación bilateral ($á_{ij} = á_{ji}$).

Las variables explicativas consideradas son el PIB y la capitalización del mercado de valores en relación al PIB (*MktCap/PIB*), ambos como indicador del tamaño del mercado tanto en el país de origen como en el país de destino. Se considera además la relación entre el crédito privado y el PIB (*CredPriv/PIB*) como medida de la actividad del sector financiero. La presencia de restricciones explícitas o implícitas al movimiento de capitales es un factor que a priori debería afectar los flujos bilaterales, en tal sentido se considera el indicador de apertura financiera de Chinn e Ito (2006) como variable explicativa. Como *proxy* de los costos de transacción de los activos emitidos en distintas economías se considera, en primer lugar, el logaritmo natural de la distancia geográfica (*dist*). En segundo lugar se introduce una *dummy* que recoge la proximidad en los sistemas legales (*legal*). Para ello, siguiendo a La Porta *et al.* (1998) se distingue a los países según el origen de su sistema de derecho (francés, anglosajón, germánico, escandinavo y socialista). La variable *legal* vale 1 cuando el país exportador de capital y el país importador comparten el mismo origen de sus sistemas legales. Finalmente, se introduce como variable explicativa el volumen de comercio bilateral en base a la hipótesis de que los flujos financieros (o parte de ellos) tienen como causa la intensidad de los flujos comerciales.[1]

La estimación se realizó para 50 países de origen (*i*) y 45 países de destino (*j*) entre 2001 y 2002.[2] Las fuentes de datos utilizadas son, en primer lugar, la Encuesta Coordinada de Inversión de Portafolio (CPIS) de 2001 y 2002 reportada por el FMI. Esta base de datos comprende la posición de inversión de cartera bilateral de un conjunto de países. El PIB por país tiene como fuente las *Penn World Tables* y la información sobre la capitalización de mercado y crédito privado corresponde al

1 *a*, *pib*, *dist*, y *Comerc* están expresadas en logaritmos naturales.

2 Son los únicos años para los cuales se dispone simultáneamente de la información de la variable dependiente y del la variable comercio bilateral (exportaciones e importaciones bilaterales). Mientras la primera está disponible desde 2001 a 2005, en la segunda si bien se dispone de una serie larga la misma finaliza en 2002.

Banco Mundial (*Financial Structure Database*, revisión 2006), como así también la información sobre los sistemas legales (cuya fuente original es La Porta *et al.*, 1998). La información sobre los flujos de comercio bilateral (exportaciones e importaciones) y distancia geográfica entre países proviene de la base CHELEM del *Centres d'Etudes Propectives et d'Informations Internationales* (CEPII, Paris).

En la tabla A2 se presentan los resultados de distintas estimaciones según el tipo de efectos considerados. En la primera especificación no se consideran efectos fijos, en la segunda especificación se consideran efectos fijos sólo del país destinatario de la inversión, en la tercera se agregan los efectos de país de origen, y finalmente en la cuarta especificación se adiciona un efecto fijo bilateral. A diferencia de Coeurdacier y Martin (2007), que trabajan con datos de corte transversal, al disponer de una estructura de panel es posible estimar el efecto de variables del país de origen y del país de destino y a la vez controlar la presencia de efectos fijos. Esto último es válido para todas las variables salvo para la variable distancia (*dist*) que es invariante en el tiempo y específica de cada par de país, y por lo tanto no puede ser estimado su efecto en la cuarta especificación (que incluye efectos fijos por cada par de país).

En la estimación mediante afectos aleatorios todas las variables comentadas anteriormente (salvo $MktCap/PIB_j$) resultaron significativas. Las indicadoras del tamaño de mercado presentan un efecto positivo sobre los flujos bilaterales de inversión de cartera, especialmente el PIB de ambos países. El indicador de actividad financiera (*CredPriv/PIB*) resultó significativo y con signo positivo tanto en el país de origen como en el país de destino. El mismo resultado se observa en el índice de apertura financiera. El tamaño del comercio bilateral también tiene un efecto positivo y significativo sobre los flujos financieros. Por otro lado, la distancia geográfica y el origen legal común (*legal*) entre el país importador y el país exportador de capital resultan significativos, el primero con signo negativo y el segundo con signo positivo, recogiendo probablemente el efecto de los costos de transacción. Finalmente se incluyeron variables *dummies* indicadoras de cuatro áreas económicas, la UE, el Nafta, la ASEAN y el MERCOSUR. Cada una de estas variables toma valor 1 si ambos países (exportador e importador de capital) pertenecen al mismo bloque económico. La *dummy* UE-15 resultó significativa en esta primera estimación con coeficiente positivo al igual que la *dummy* MERCOSUR, mientras que ASEAN resultó significativa pero con signo negativo.

La presencia de heterogeneidad individual inobservable a distintos niveles requiere la inclusión de efectos fijos de países, lo que se presenta en las siguientes 3 estimaciones. En la columna (2) se consideran efectos individuales de país de destino (*j*). Salvo en el caso del PIB, el resto de las variables relativas al país de destino de la inversión dejan de ser significativas. Por otra parte, las variables "distancia", "comercio" y "legal" siguen siendo significativas y la magnitud de sus efectos no se modifica significativamente respecto a la estimación previa. Respecto a las *dum-*

mies indicadoras de las áreas económicas, sólo la pertenencia a la UE-15 sigue siendo significativa: una vez descontado el efecto de todas las restantes variables y los efectos fijos de país receptor, la pertenencia a la UE implica un mayor flujo financiero al 1% de significación, al tiempo que la pertenencia al NAFTA, implica un flujo de inversión de cartera menor (aunque esto último es significativo al 10%).

En la columna (3) se presenta la estimación que adiciona los efectos individuales de país de origen de la inversión (i). Respecto a la estimación (2) la variable "$MktCap/PIB_j$" deja de ser significativa. El PIB del país de origen sigue siendo significativo, y también el crédito privado en relación al producto y el índice de apertura financiera, aunque estos últimos al 10%. Nuevamente las variables "distancia", "comercio" y "legal" explican significativamente los flujos financieros, la primera negativamente y las otras dos positivamente.

La columna (4) presenta la estimación que incorpora a la anterior los efectos fijos bilaterales. Los resultados indican que únicamente son la significativos el PIB del país receptor y el índice de apertura financiera del país de origen. La pérdida de significación de las distintas variables a medida que se incorporan efectos individuales es en parte esperable dada la escasa varianza temporal de los regresores al tratarse de un panel de tan sólo 2 años. Es decir, si bien al incorporar los efectos individuales estamos corrigiendo el posible sesgo de los estimadores ante la presencia de heterogeneidad individual inobservada (variables omitidas invariantes en el tiempo), también es esperable que muchas de los regresores dejen de ser significativos dada su escasa variabilidad al analizar un período tan pequeño. No obstante, el hecho de que tanto el producto (crecimiento económico) del país importador de capital como el grado de apertura financiera del país exportador sean significativas al 1%, aún incorporando el conjunto de efectos individuales, es evidencia de la importancia de estas dos variables para explicar los flujos transfronterizos de inversiones de portafolio.

Tabla A2
Ecuación explicativa de los flujos de inversión de cartera. Estimación de panel 2001-2002

	(1)	(2)	(3)	(4)
PIB $(log)_j$	0.467***	2.654**	2.855***	3.005***
	(3.89)	(2.07)	(2.15)	(2.84)
PIB $(log)_i$	0.435***	0.472***	-0.467	-0.564
	(4.74)	(7.8)	(-0.34)	(-0.59)
Crédito Privado/PIB_j	0.952***	0.189	0.220	0.038
	(3.44)	(0.28)	(0.32)	(0.08)
Crédito Privado/PIB_i	2.598***	2.687***	0.740*	0.690
	(17.68)	(19.55)	(1.78)	(1.51)
Stk Market Capitaliz/PIB_j	-0.016	-0.020	-0.114	-0.111
	(-0.14)	(-0.11)	(-0.59)	(-0.85)
Stk Market Capitaliz/PIB_i	0.156*	0.211***	-0.129	-0.137
	(1.74)	(2.98)	(-0.99)	(-1.03)
Apertura $Financiera_j$	0.198***	-0.003	-0.019	0.027
	(2.8)	(-0.06)	(-0.3)	(0.36)
Apertura $Financiera_i$	0.565***	0.590***	0.222*	0.216***
	(14.66)	(15.09)	(1.75)	(2.61)
Distancia $(log)_{ij}$	-0.506***	-0.609***	-0.705***	
	(-3.94)	(-7.51)	(-6.29)	
Comercio $(log)_{ij}$	0.396***	0.388***	0.278***	0.127
	(4.81)	(7.02)	(4.56)	(1.01)
Sist. Legal $común_{ij}$	0.423***	0.408***	0.422***	-4.931
	(3.33)	(3.31)	(3.48)	(-1.61)
$UE\text{-}15_{ij}$	1.636***	1.396***	0.316	0.351
	(8.54)	(7.66)	(1.28)	(0.12)
$Nafta_{ij}$	-0.058	-1.147*	-1.235*	-21.513
	(-0.1)	(-1.94)	(-1.82)	(-1.34)
$Asean_{ij}$	-1.202**	-0.617	0.862	15.622
	(-2.46)	(-1.2)	(1.48)	(1.48)
$Mercosur_{ij}$	0.982**	0.564	1.592	3.401
	(2.41)	(1.62)	(3.93)	(1.43)
Observaciones	2,804	2,804	2,804	2,804
Período	2001-2002	2001-2002	2001-2002	2001-2002
Nro. de pares de países	1,598	1,598	1,598	1,598
chi2	3867	2915	7215	34656
r2	0.699	0.736	0.831	0.944

estadístico t entre paréntesis. * sig. al 10%, ** sig. al 5%, *** sig. al 1%
Período 2001 a 2002
(1) sin efectos fijos
(2) con efectos fijos de país de destino (j)
(3) con efectos fijos de país de origen (i) y de país de destino (j)
(4) con efectos fijos de país de origen (i), de país de destino (j) y de cada "par de paises" (ij)

Nota: la variable dependiente es el logaritmo natural de la posición de activos totales del país *i* (en millones de dólares) frente a emisores residentes en el país *j*.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agenor, P. (2001), "Benefits and Costs of Financial Integration". Mimeo, World Bank.

Agosin, M. (2000), "Fortalecimiento de la cooperación financiera regional", Revista de la CEPAL Nro 73, Abril, pp 33-53

Ahumada A y C. Budnevich (1999) "Indicadores Financieros y Clasificación de los Bancos. Un análisis estadístico multivariado". Banco Central de Chile, mimeo.

Aizenman J., B. Pinto y A. Radziwill (2004), "Sources for Financing Domestic Capital – is Foreign Saving a Viable Option for Developing Countries?", Working Paper No. 576, University of California, Santa Cruz.

Aizenman, J. y Pinto. B. (2005), Managing Economic Volatility and Crises. A Practitioner's Guide, Cambridge, Cambridge University Press.

Albrieu, R. y E. Corso (2007), "Los Espacios Monetarios en el MERCOSUR". Mimeo, CEDES.

Allen, F.; Bartiloro, R. y O. Kowalewski (2005), "The financial system of the EU 25" mimeo.

Almunia J. (2004), "Integración del Sector Financiero en la Unión Europea," intervención en la presentación del Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos. European Commission Speech/04.

Amarante V. (1998), "Estructura del Mercado Financiero y Estrategias Bancarias en el Uruguay". DT 1/98. Instituto de Economía, Facultad de Ciencias económicas y de Administración, UdelaR.

Arnaudo, A. (1989), "Una nota sobre liberalización financiera en Argentina". Presentado en la XXIV Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política.

Aykut D. y D. Ratha (2004), "South-South FDI Flows: How Big are They?", Transnational Corporations, Vol. 13, No. 1, 149-177.

Banco Central do Brasil (2006) "Medidas de Simplificação na Área de Câmbio", (www.bcb.gov.br).

Banco Central do Brasil (2006b) "Capitais Brasileiros no Exterior – Data-base: 2001 a 2005", (www.bcb.gov.br).

Banco Mundial (2003a), "ROSC, Corporate Governance Country Assesment, Chile" . Banco Mundial, mimeo.

Banco Mundial (2003b), "ROSC, Corporate Governance Country Assesment, México" . Banco Mundial, mimeo.

Banco Mundial (2003c), "ROSC, Corporate Governance Country Assesment, Colombia". Banco Mundial, mimeo.

Banco Mundial (2004), "ROSC, Corporate Governance Country Assesment, Peru" . Banco Mundial, mimeo.

Banco Mundial (2006), "ROSC, Corporate Governance Country Assesment, Uruguay". Banco Mundial, mimeo.

Basu, S. y A. Taylor (1999), "Business Cycles in International Historical Perspective". Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No. 2.

Bebczuk R. (2000), "Corporate Saving and Financing Decisions in Latin America", Economica.

Bebczuk R. (2005), "Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Governance and Dividend Policies in Argentina", Research Network Working Paper No. 516, IDB.

Bebczuk y L. Garegnani (2006), "Autofinanciamiento empresario y crecimiento económico", Documento de Trabajo No. 6, Banco Central de la República Argentina.

Beck, T., R. Levine y N. Loayza (2000), "Finance and the Sources of Growth," Journal of Financial Economics 58, 261-300.

Beck, T.; A. Demirguc-Kunt y R. Levine (2006), "A New Database on Financial Development and Structure". World Bank WPS2146.

Beck, T.; Demirguc-Kunt, A. y R. Levine (1999), "A New database on Financial Development and Structure". World Bank, mimeo.

Bértola L. y F. Lorenzo (2000), "Componentes Tendenciales y Cíclicos de las Economías de Argentina, Brasil y Uruguay", en Bértola, L., Ensayos de Historia Económica. Uruguay y la Región en la Economía Mundial, 1870-1990. Ediciones Trilce, Montevideo.

Bértola L. y F. Lorenzo (2003), "Witches in the South: Kuznets-like Swings in Argentina, Brazil and Uruguay, 1870-2000". Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República de Uruguay, mimeo.

Bittencourt, G. (2001), "Inversión Extranjera y Restricción Externa al Desarrollo en el MERCOSUR: Conclusiones Preliminares y Temas de Investigación". Trabajo presentado en la "Jornada Nacional sobre Desenvolvimento" en la Universidad Federal de Río de Janeiro, mimeo.

Blanchard, O. (2004), "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil", National Bureau of Economic Research, Working Paper 10389.

Blanchard, O. y J. Simon (2001), 'The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility', Brookings Papers on Economic Activity 1: 135-164

Borensztein E., J. De Gregorio y J. Lee (1998), "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?", Journal of International Economics, Vol. 45, No.1.

Borensztein, E. y B. Eichengreen (2006), "Building Bond Markets in Latin America", Washington, BID.

Braun, M. y Briones, I. (2006), "The Development of Bond Markets around the World". Mimeo, IADB.

Budnevich, C. (2004), "Redes de seguridad financiera e integración financiera en los países del Cono Sur", Revista de Integración y Comercio, Nro 20, 1 pp. 101-156.

Calvo, G.; Izquierdo, A. y F. Talvi (2006), "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises". NBER working paper 12101.

Carbajal F. y G. De Melo (2006), Volatilidad Cíclica y Arquitectura Financiera Doméstica, Un Estudio Histórico Comparado. El Caso de Uruguay y Nueva Zelanda. Trabajo de investigación monográfica. Universidad de la República.

Carrera J. y L. Lanteri (2007),"Shocks macroeconómicos y vulnerabilidad financiera". BCRA Documento de Trabajo 2007/02.

Carvalho, F.J.C (1993) "Strato-inflation and High Inflation: the Brazilian Experience", Cambridge Journal of Economics, vol.17, nº1 (March), pp.63/78.

Carvalho, F.J.C. (1998) "The Real Stabilization Plan and the Banking Sector in Brazil", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, vol.51, nº206 (September), pp.291/326.

Carvalho, F.J.C. (2000) "New Competitive Strategies of Foreign Banks in Large Emerging Economies: the Case of Brazil", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, vol.53, nº213 (June), pp.135/170.

Carvalho, F.J.C. (2002) "The Recent Expansion of Foreign Banks in Brazil: First Results", Latin American Business Review, vol.3, nº 4, pp.93/120.

Carvalho, F.J.C. (2006) "Financial Liberalization in Brazil and Argentina", texto apresentado no seminário sobre liberalização financeira realizado no Center for Brazilian Studies, Oxford University, novembro, ms.

Carvalho, F.J.C. e Sicsú, J. "Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais", em Sicsú, J. e Ferrari Filho, F. (orgs). Câmbio e Controles de Capitais, Rio de Janeiro: Campus/ Elsevier, 2006.

Caselli F. y J. Feyrer (2005), "The marginal product of capital", NBER Working Paper No. 11551.

Castro, A. B.(2006). "O BNDES e a Inovação". In: Velloso, J.P.R. (org.) Por que o Brasil não é um país de alto crescimento? Editora José Olympio, Rio de Janeiro.

Cerro, A.; Amado, N. y O. Meloni (2006), "Making explosive cocktails: recipes and costs for 26 crises from 1823 to 2003". UNT Mimeo.

Cheung, Y-W.; M. Chinn y Y.E. Fuijii (2003) "Dimensions of Financial Integration in Grater China". En E. Girardin y B. Reszat eds. Monetary and Financial Integration in East Asia, especial issue, International Journal of Finance and Economics, 10 (2), 117-132.

Chinn, M. y H. Ito (2005) "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions". La Follette School Working Paper No. 2005-007.

Chinn, M. y H. Ito (2006) "Notes on the Calculation of the Chinn-Ito Financial Openness Variable". Mimeo.

Chinn, M. y H. Ito (2006) "Notes on the Calculation of the Chinn-Ito Financial Openness Variable". Mimeo.

Claessens, S. y L. Laeven (2005), "Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth". Journal of the European Economic Association, MIT Press, vol. 3(1), pages 179-207, 03.

Coeurdacier, N. y P. Martin (2007) "The Geography of Asset Trade and the Euro: Insiders and Outsiders". Centre for Economic Policy Research, CEPR discussion papers 6032.

Commission of the European Communities (1985) "Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council". Milan, 28-29 June 1985.

Corso, E. (2005), "Notas sobre la Economía Argentina". Mimeo, CEDES.

Corso, E. y J.M. Fanelli (2006), "El Nuevo regimen cambiario en la Argentina y sus implicancias para el Mercosur" en Berlinski, J., F Pires de Souza, D. Chudnovsky, y A. Lopez (Eds), 15 años de MERCOSUR, Red MERCOSUR, Montevideo.

Croce H., L. Macedo y P. Triunfo (2000), "Función de Costos: Un Estudio para los Bancos Comerciales Uruguayos". Documento de Trabajo 03/00. Facultad de Ciencias Sociales. UdelaR.

Croce, H. y L. Macedo (1999), Costos, Poder de Mercado y Estructura en el Sector Bancario Uruguayo. Trabajo de investigación monográfica. Universidad de la República.

De Brum, J., N. Gandelman, H. Kamil y A. Porsecanski (2006), "The Fixed-Income Market in Uruguay". Banco Interamericano de Desarrollo, mimeo.

de Paiva Abreu, M. (1997), "Integración financiera en los países del MERCOSUR", Revista de Integración y Comercio, Nro 1, pp. 85-102.

della Paolera, G. y J. Ortiz (1995), "Money, Financial Intermediation, and Growth in 110 Years of Argentine Economic History". Working Paper for the 60th Anniversary of the Central Bank of the Argentine Republic.

Demirguc-Kunt, A. (2006), "Finance and Economic Development: Policy Choices for Developing Countries" Policy Research Working Paper Series 3955, The World Bank.

Demirguc-Kunt, A. y R. Levine (2000) "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". World Bank mimeo.

Deutsche Bundesbank (2004), European Economic and Monetary Union.

di Giovanni J. (2002), "What Drives Capital Flows? The Case of Cross-Border M&A Activity and Financial Deepening", Working Paper No. C02-122, Center for International and Development Economics Research, University of California, Berkeley.

Donnángelo A. e I. Millán (2006), Uruguay 1870-2003: un enfoque del crecimiento económico a través de la balanza de pagos. Trabajo de investigación monográfica. Universidad de la República de Uruguay.

Dornbusch, R. (1976) "Expectations and Exchange Rate Dynamics", Journal of Political Economy, vol.84, n°6 (December), pp.1161/1176.

Easterly W., R. Islam y J. Stiglitz (2001), 'Shaken and stirred: Explaining growth volatility', Annual World Bank Conference on Development Economics 2001.

Easterly, W., R. Islam, J. Stiglitz (2001), "Shaken and stirred: Explaining Growth Volatility". En Plesokovic, B. y N. Stern (eds.) Annual World Bank Conference on Development Economics. Washington: World Bank.

ECLAC (2005), Foreign Investment in Latin America and the Caribbean.

Eichengreen, B. (1992), Golden fetters: The gold standard and the great depression. Oxford University Press.

Eichengreen, B. (2001), "Hanging Together? On Monetary and Financial Cooperation in Asia", paper prepared for the World Bank Conference on East Asia After the Crisis.

Eichengreen, B. y Y.C. Park, (2006), "Why Has There Been Less Regional Integration in East Asia Than in Europe," En T. Ito, Y.C. Park y Y. Wang (eds) A New Financial Market Structure for East Asia , Edward Elgar.

Erv, H. y Viskanta (1996), "Political risk, economic risk and financial risk". Financial Analysts Journal, vol. 52 (6)

European Central Bank (2004) "Measuring Financial Integration in the Euro Area". Occasional Paper Series N° 14.

European Commission (1999), "Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan". Communication of the Commission of 11.05.1999.

European Commission (2001), European Economy, No. 73.

Fanelli, J. M. (2003), Estrategias para la reconstrucción monetaria y financiera de la Argentina, Siglo XXI, Buenos Aires.

Fanelli J. M. (2004), "Desarrollo financiero, volatilidad e instituciones. Reflexiones sobre la experiencia Argentina". PENT.

Fanelli J.M. (2005), "Methodological Background Paper for the Project International Financial Architecture, Macro Volatility, and Institutions". CEDES, Mimeo.

Fanelli, J.M., (2007a) "Macro Volatility and Financial Institutions". En Fanelli, J.M. (ed.), Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience, Palgrave MacMillan, New York, en prensa.

Fanelli, J.M., (2007b) "Domestic Financial Architecture, Macro Volatility, and Institutions: The Argentine Case". En Fanelli, J.M. (ed.), Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience, Palgrave MacMillan, New York, en prensa.

Fanelli, J.M., (en prensa), Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience, Palgrave MacMillan, New York, en prensa.

Fanelli J. y D. Heymann (2002), "Monetary Dilemmas in Argentina", Revista de Desarrollo Económico, No 165, Vol.42, April-June 2002.

Fanelli J. y M. González Rozada (2003), "Business Cycles and Macroeconomic Policy Coordination in Mercosur", mimeo, CEDES.

Fanelli J.M. y G. McMahon (2006), Understanding Reforms Volume 2. Understanding Market Reforms: Volume 2: Motivation, Implementation and Sustainability. Palgrave-Macmillan, New York.

Fanelli, J. M. y R. Medhora (1998), Financial Reform in Developing Countries, Macmillan Press, London.

Fanelli, J.M.; Rozenwurcel, G. y L. Simpson (1998), "Argentina". En Fanelli, J. M. y R. Medhora (eds.), Financial Reform in Developing Countries, Macmillan Press, London.

Faria, A.; Lane, P.; Mauro, P. y G.M. Milesi-Ferretti (2007), "The Shifting Composition of External Liabities" mimeo.

Fernández, R.; Pernice, S., Streb, J.; Alegre, A.; Bedoya, A. y C. Gonzalez (2006), "The Development of Latin-American Bond Markets. The Case of Argentina". IADB Working paper.

Ferreres O. (2005), Dos siglos de economía argentina (1810-2004). Ed. El Ateneo.

FMI (2006), "Financial System Stability Country Assessment. Uruguay". IMF Country Report No. 06/439.

Forteza A.y M. Tommasi (2006), "Understanding Reforms in Latin America". En Fanelli, J. M. y G. Mcmahon (eds.), Understanding Market Reforms: Volume 2: Motivation, Implementation and Sustainability. Palgrave-Macmillan, New York.

Franco, G. e Pinho Neto, D. M. (2004) "A Desregulamentação da Conta de Capitais: Limitações Macroeconômicas e Regulatórias", (www.econ.puc-rio.br).

Frankel, Jeffrey A. (1992) "Measuring International Capital Mobility: a Review". The American Economic Review, vol.2, nº82 (May), pp.197/201.

Garcia, M.G.P. e Didier, T. (2003) "Taxa de Juros, Risco Cambial e Risco Brasil", Pesquisa e Planejamento Econômico - IPEA, vol.33, nº 2 (Agosto), pp. 253/298.

Gerchunoff P. y J. J. Llach (2003), El ciclo de la ilusión y el desencanto. Un siglo de políticas económicas argentinas. Ed. Ariel.

Gianelli, D. y M. Abal (2003), "El Diseño Institucional de la Regulación y Supervisión Financiera en el Uruguay". BCU, Revista de Economía 2ª Epoca. Vol.XI. Número 1.

Gili, B. (2005), Estructura de Capital de las Empresas Uruguayas en el Marco de la Teoría de Jerarquía de Preferencias. Tesis de doctorado. Universidad de Valencia.

Gili, B. y J. Ignatov (2006), "LIDECO – Universidad ORT – Aportes para la mejora en la transparencia de los mercados financieros". Mimeo.

Gledson de Carvalho A. y G. Pennacchi (2005), "Can Voluntary Market Reforms Promote Efficient Corporate Governance? Evidence from Firms' Migration to Premium Markets in Brazil", mimeo, University of Illinois.

González-Páramo, J.M. (2005), "Integración financiera y crecimiento económico. Algunas lecciones desde la experiencia europea". Presentación en el Foro Chile – Unión Europea Fundación Euroamérica, Santiago de Chile, 28 de enero de 2005.

Hartmann, P, A. Maddaloni y S. Manganelli (2003), "The Euro-area financial system: structure, integration, and policy initiatives", Oxford Review of Economic Policy, 19 (1), 180 – 2

Hartmann, P.; Ferrando, A.; Fritzer, F. Heider, F.; Lauro, B. y M. Lo Duca (2006), "The Performance of the European Financial System". Presentado en la Conferencia sobre "Financial Modernisation and Economic Growth in Europe", Deutsche Bundesbank.

Hausmann R. and E. Fernandez Arias (2000), "Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?", IDB Working Paper No. 417.

Http://www.worldbank.org/reserach/growth/padate.htm.

IDB (2005), Unlocking Credit, Washington DC.

IMF (2001), "Malaysia's Experience with the Use of Capital Controls", en 2001 World Economic Outlook.

IMF (2006), "Coordinated Portfolio Investment Survey", available at http://www.imf.org/external/np/sta/pi.

Jenneau, S. y C. Tovar (2006), "Domestic bond markets in Latin America: achievements and challenges". BIS Quarterly Review, Junio.

Jensen, C. M. y W. Meckling (1979), "Rights and Production Functions: An Application to Labour-Managed Firms and Codetermination," Journal of Business, 52, 469-506.

Juhl, T., Miles, W. e Weidenmier, M.D. (2004) "Covered Interest Arbitrage: Then vs Now", NBER Working Paper, nº10961, December.

Kamill H. y F. Lorenzo (1998), "Caracterización de las Fluctuaciones Cíclicas en la economía Uruguaya". BCU, Revista de Economía 2ª Epoca. Vol.V. Número 1.

Kaminsky, G.L. y C.M. Reinhart (1999), 'The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems,' American Economic Review, vol. 89(3), pp. 473-500.

Kose, M.A., E.S. Prasad, y E.M. Terrores (2003), "Financial Integration and Macroeconomic Volatility", IMF Working Paper 50, Washington D.C.

La Porta, R.; E. L. Glaeser; Lopez-de-Silanes, F. y A. Shleifer (2004),"Do Institutions Cause Growth?". Journal of Economic Growth.

La Porta, R.; Lopez de Silanes, F. y A. Shleifer (1998), "Law and Finance", Journal of Political Economy.

Lane, P. y G. M. Milesi-Ferretti (2006a), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities,1970–2004," The Institute for International Integration Studies Discussion Paper Series iiisdp126, IIIS.

Lane P. y G. Milesi-Ferretti (2006b), "International Investment Patterns", IMF Working Paper No. 134.

Laporta, R.; F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1998) "Law and Finance". Journal of Political Economy 106(6), 1113-1155.

Lecueder, C. (2006), "Análisis Empresarial de la Emisión de Acciones con Oferta Pública en Uruguay". Presentado en el VI Seminario Internacional sobre Mercado de Valores BCU, mimeo.

Levine (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence." NBER Working Paper No. W10766.

Levine R., N. Loayza y T. Beck (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes," Journal of Monetary Economics 46, 31-47.

Levine, R. (2006), "Finance and Growth". En Aghion, P. y S. N. Durlauf (eds.), Handbook of Economic Growth. North-Holland Publ.

Levine, R. (2007), "Finance and Growth: Theory and Evidence" en Aghion, P. y S. Durlauf (eds), Handbook of Economic Growth, Elsevier.

Levine, R.; Beck, T. y A. Demirguc-Kunt (2003), "Law, Endowments, and Finance". Mimeo.

Lewis K. (1999), "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption", Journal of Economic Literature, Vol. 37, junio.

Licandro, G. y J.A. Licandro (2004) "La Dolarización del Sistema de Ahorro y Crédito, ¿Existe un Camino Alternativo? En G. Licandro y J.A. Licandro (comp), Una Agenda de Reformas para el Sistema Financiero Uruguayo. Centro Mundial de Investigación para la Paz, Universidad para la Paz.

Link: www.ecb.int/press/key/date/2003/html/sp031203.en.html

Lorenzo F. y G. Tolosa (2000) "Determinantes de los Márgenes de Intermediación Bancaria". Mimeo. cinve.

Lucas R. (1990), "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?", American Economic Review, Vol. 80, No.2.

Machinea, J.L. y D. Titelman (2006), "External Shocks: How can regional financial institutions help to reduce the volatility of Latin American economies?", Paper prepared for the G24 XXIII Technical Meeting, Singapore, September 2006.

Margolis M. (2005), "Flying South", article from Newsweek International available at http://www.msnbc.msn.com/id/10510026/site/newsweek/.

Marichal, C. (1995), "Historiografía de la banca latinoamericana. Su despegue: 1970-1993". Revista América Latina en la Historia Económica n°3.

Marston, R. (1995), International Financial Integration: A Study of Interest Differentials between the Major Industrial Countries. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Martin, P. y H. Rey (2004): "Financial Super-Markets: Size Matters for Asset Trade". Journal of International Economics 64(2): 335–361.

Martin, P. y H. Rey (2007): "Globalization and Emerging Markets: with or without Cash". De pronta publicación en American Economic Review.

McKinnon, R.I. (1973), Money and Capital in Economic Development, Brookings Institution, Washington.

Merton, R. C. y Z. Bodie (2005), "The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure". Journal of Investment Management, Vol. 3, No. 1, First Quarter.

Ministerio de Economía de la Nación Argentina (2007), "La Posición de Inversión Internacional 1992-2005"

Mishkin, F. (2005), "Is Globalization Beneficial?" NBER Working Paper 11891.

Monteserín, G y D. Chiappori (2004), "Dinámica en las Decisiones de Financiamiento Estudio Aplicado a Empresas Instaladas en Uruguay". Jornadas de Economía del BCU, mimeo.

Munyo, I. (2005), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from an Economy Without Stock Market", mimeo, CERES.

Naciones Unidas (2002), "Informe de la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo", Monterrey, México, 18 al 22 de marzo.

Noya N. (2000), "La Desconcentración del Acceso a los Servicios Financieros: El Caso de Uruguay". Mimeo. Cinve.

Ocampo, J.A. (2006), "La cooperación financiera regional: experiencias y desafíos", en Ocampo, J. A. (Compilador), Cooperación Financiera Regional, Libros CEPAL, Nro. 91, Santiago.

Ocampo, J.A. (Compilador) (2006), Cooperación Financiera Regional, Libros CEPAL, Nro. 91, Santiago.

OCDE (2004), "OECD Principles of Corporate Governance", OECD.

OCDE (1987), "International trade in services: securities". Paris, OECD

Oddone, G. y Cal, I. (2006), "Instituciones y Políticas en el Declive Económico de Uruguay durante el Siglo XX". cinve.

Oddone, G., N. Perelmuter y M. Rodríguez (2006), "Desarrollo del Mercado de Valores: Diagnóstico y Líneas de Acción". Bolsa de Valores de Montevideo, mimeo.

Ortiz J. (1993), Los Bancos Centrales en América Latina. Editorial Sudamericana.

Panigo D. y R. Pasquini (2006), "The Cost of Capital in Argentina", mimeo, Centro para la Estabilidad Financiera, Buenos Aires.

Park, Y. C. (2006), "Integración financiera regional en Asia Oriental: Desafíos y perspectivas", en Ocampo, José Antonio (Compilador), Cooperación Financiera Regional, Libros CEPAL, Nro. 91, Santiago.

Park, Y. C., Y. Wang, y D. Yong Yang (en prensa), "Regional and Multilateral Efforts: Institution-Building" en Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience, Palgrave MacMillan, New York.

Polgar J. (2004), "Crisis Bancarias y Regulación: Algunas Claves para el Nuevo Marco Regulatorio". En G. Licandro y J.A. Licandro (comp), Una Agenda de Reformas para el Sistema Financiero Uruguayo. Centro Mundial de Investigación para la Paz, Universidad para la Paz

Ponce J. y R. Tansini (2001), "Una nueva evaluación de la Eficiencia Técnica en el Sector Bancario de Uruguay en el período 1992-1999". Departamento de Economía Facultad de Ciencias Sociales, UdelaR, mimeo.

Prasad E., Rogoff K., Wei S., J., Kose A. (2003), "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence". IMF.

Prasad, E.; Kose, M.; Rogoff, K. y S-J Wei (2006), "Financial Globalization: A Reappraisal," IMF Working Paper, en prensa.

Rajan, R. G., y L. Zingales, 1998, "Financial Dependence and Growth," American Economic Review, Vol. 88, No. 3 (June), pp. 559–86.

Ramey, G. y V. Ramey (1995), 'Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth', American Economic Review, 85, 1138-1151.

Rius, A. (en prensa), "The Political Economy of Reforming Domestic Financial Architectures", en Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience, Palgrave MacMillan, New York.

Rodrik, D., Hausmann, R. y L. Pritchett (2005), "Growth Accelerations", Journal of Economic Growth, 10, 303-329.

Rojas-Suarez, L. (2007), "Volatility: Prudential Regulations, Standards, and Codes", J.M. Fanelli (ed.), en Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience, Palgrave MacMillan, New York, en prensa.

Roubini N. y B. Setser (2005), "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances". Mimeo.

Sapir, A., Aghion, P., Bertola, G., Hellwig, M., Pisani-Ferry, J., Rosati, D., Viñals, J. y Wallace, H. (2003), "An Agenda for A Growing Europe, Making the EU Economic System Deliver", Report of an Independent High-Level Study Group, European Commission.

Sarno, P. M. (2006) "A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil - 1976/1986", Tese de Doutorado em Economia, Instituto de Economia, UFRJ.

Shaw, E. S. (1973), Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, Oxford.

Sicsú, J. "A Liberalização Financeira Brasileira no Período 1988-2002", em Sicsú, J. e Ferrari Filho, F. (orgs). Câmbio e Controles de Capitais, Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2006.

Sourrouille, J.V. (2005), "La posición de activos y pasivos externos de la República Argentina entre 1946-1948". CEPAL, Estudios y Perspectivas n. 29.

Souza, F. E. Pires de. "Os Regimes Cambiais no Mercosul e a Integração", em Berlinski, J. et al. (orgs). 15 Años de MERCOSUR: Comercio, Macroeconomía e Inversiones Extranjeras, Montevideo: Red de Investigaciones Económicas del MERCOSUR, 2006.

Souza, F. E. Pires de; Hoff, C. (2003) "O Regime Cambial Brasileiro: Flutuação Genuína ou Medo da Flutuação?" Anais do XXXI Encontro da Anpec, Porto Seguro, BA, 9 a 12 de dezembro.

Souza, F. E. Pires de; Silveira, G. B.; Carvalho, F. J. C. (2006) "International Financial Architecture, Macro Volatility and Institutions: The Developing World Experience", ms.

Stock J.H. y M. W. Watson (2003), "Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations", prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, "Monetary Policy and Uncertainty," Jackson Hole, Wyoming, August 28 – 30, 2003.

Tansini R .y Triunfo P. (2000), "Eficiencia Técnica en el Sector Bancario de Uruguay 1992-1997". Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Sociales, UdelaR.

Taylor, John B. (2005), "Lessons learned from the implementation of Inflation Targeting", preparado para el panel de discussion sobre "Design and Lessons from the Implementation of Monetary Policy under Inflation Targeting," en el 80° Aniversario del Banco de Mexico. 14 de noviembre de 2005.

Titelman, D. (2006), "La cooperación financiera en el ámbito subregional: las experiencias de América Latina y el Caribe", en Ocampo, J. A. (Compilador) (2006), Cooperación Financiera Regional, Libros CEPAL, Nro. 91, Santiago.

Tovar, C. (2005), "International government debt denominated in local currency: recent developments in Latin America". BIS Quarterly Review, December

Trichet, J.-C. (2003), "Financial Integration: Where do we stand?", European Central Bank, December.

UNCTAD (2004), "Outward FDI from Brazil: poised to take off?", Occasional Note.

UNCTAD (2005a), "La inversión extranjera directa emergente de los países en desarrollo", mimeo.

UNCTAD (2005b), "South-South Cooperation in International Investment Arrangements", mimeo.

Van Horen, N. (2006), "Foreign Banking in Developing Countries; Origin Matters", mimeo, World Bank.

Weber, Axel A. (2006) "European Financial Integration and (its implication for) Monetary Policy", Speech at the Annual General Meeting of the Foreign Banker's Association, Amsterdam, May.

Wolf, H. (2004), 'Volatility: Definitions and Consequences', World Bank, en Aizenman, J. y B. Pinto (eds.), Managing Volatility and Crisis, A Practitioner's Guide. World Bank. http://www1.worldbank.org/economicpolicy/mv/mvcguide.html

World Bank (2006), Global Development Finance, Chapter 4.

Wu, H. X. y E.Y.P. Shea (2007), "China", en J.M. Fanelli (ed.), Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience, Palgrave MacMillan, New York, en prensa.

Mercosur:

Integración y profundización de los mercados financieros.

José María Fanelli
(coordinador)

José María Fanelli
Ramiro Albrieu
Ricardo Beckzuk
Francisco Eduardo Pires de Souza
Fernando José Cardim de Carvalho
Cecília Rutkoski Hoff
Diego Aboal
Bibiana Lanzilotta
Marcelo Perera

9789974799219

El logro de un mayor grado de integración financiera y de coordinación en el área monetaria es una materia pendiente del MERCOSUR. En los últimos años, se ha producido una sucesión de hechos positivos en el área macroeconómica y financiera en las dos economías mayores de la región que abrió nuevas posibilidades para la integración de los mercados financieros; posibilidades que no estaban presentes en los años noventa. Este trabajo investiga esas posibilidades.

Las investigaciones que se presentan en este libro y que contaron con apoyo de IDRC de Canadá, tratan de mostrar que las deficiencias en la profundidad de los mercados financieros y en la cooperación entre los países, se pueden constituir en el futuro en una restricción para el crecimiento del comercio entre los miembros y la estabilidad de la región. Las mismas analizan tanto factores micro como macroeconómicos. Así, se estudian los sistemas financieros; los mercados de capital; la asignación del ahorro y la acumulación de reservas; y la complejidad de manejar *shocks* externos con mercados financieros deficientes. Asimismo, se consideran las experiencias internacionales en materia de manejo conjunto de fondos de reserva, las opciones a nivel regional para establecer bancos de desarrollo, las condiciones para profundizar los mercados regionales de valores privados y bonos para las firmas, el tratamiento del riesgo, y las implicancias para las políticas macroeconómicas.

Finalmente, frente al escaso desarrollo de la integración financiera en el MERCOSUR, se proponen lineamientos para una agenda futura. Sin ignorar los importantes obstáculos de economía política que existen, se plantean iniciativas realistas que podrían contribuir a la integración financiera: creación de un instituto para la cooperación financiera, iniciativas para la armonización normativa orientadas a mejorar prácticas, estándares y códigos en el MERCOSUR y marcos institucionales orientados a mejorar el manejo de reservas y de fondos para el desarrollo.

9

red mercosur