



## 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 Economía, Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP)
- Instituto de Economía, 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)**

# 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



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, Abril 2008

Diseño de cubierta: Rodolfo Fuentes  
Producción Gráfica: Adriana Cardoso  
[info@rodolfofuentes.com](mailto:info@rodolfofuentes.com)

Impreso en Uruguay  
por Zonalibro  
General Palleja 2478  
Tel.: 208 78 19 / Telefax: 208 9603  
[zonalibro@adinet.com.uy](mailto:zonalibro@adinet.com.uy)  
Montevideo / Uruguay  
D.L.



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

### Capítulo 3

|  |     |
|--|-----|
| SISTEMA FINANCEIRO E INTEGRAÇÃO INTERNACIONAL:<br>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<br>e com o Mercosul                  | 122 |
| 4. Evolução da estrutura financeira, mudanças regulatórias<br>e oportunidades de las derivadas | 142 |
| 5. Breves considerações sobre as perspectivas de integração<br>financeira com o Mercosul       | 151 |

### Capítulo 4

|  |     |
|--|-----|
| EL SISTEMA FINANCIERO URUGUAYO Y LA INTEGRACIÓN FINANCIERA<br>EN EL MERCOSUR | 155 |
|--|-----|

*Diego Aboal, Bibiana Lanzilotta y Marcelo Perera  
con la colaboración de Fedora Carvajal y Cecilia 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<br>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        |
| <b>Anexo al Capítulo 5</b>                                  |            |
| <b>SOBRE LOS DETERMINANTES DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA</b> | <b>241</b> |
| <br>  |            |
| 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 superávits 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