

## As políticas de reformas neoliberais na Argentina e o ciclo de liberalização financeira

Elson Rodrigo de Souza-Santos

Mestre em Economia pelo Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná  
e-mail: elson129@gmail.com

### Resumo

Este trabalho possui como foco analisar o ciclo de liberalização financeira argentina no intervalo entre 1977 e 1999. O marco inicial é caracterizado pela promulgação da legislação para modelar a estrutura financeira com base na desrepressão, implicando na liberalização e abertura. O plano foi suspenso devido a crise dos anos 1980 e fechamento dos mercados financeiros internacionais. A discussão voltou a pauta no governo de Carlos Menem (1989-1999), caracterizado pela adoção da plena conversibilidade entre a moeda argentina e dólares (ou *currency board*), abertura financeira, desnacionalização e concentração bancária, acentuadas a com a crise mexicana 1994-1995. Para a análise do período, o trabalho levanta a hipótese de que as elites políticas, econômicas e sociedade argentina eram simpáticas a liberalização financeira. Incorporada nas ações legais e políticas econômicas do período diante da crença de que seria o melhor caminho para desenvolvimento financeiro.

**Palavras-chave:** Argentina; liberalização financeira; desenvolvimento financeiro

**JEL:** B26; E02; G10

### The politics of neoliberal reform in Argentina: the cycle of financial liberalization

#### Abstract

This paper analyzes the cycle of financial liberalization in Argentina between 1977 and 1999. The beginning is market for law and regulations present in financial reforms of 1977. This reform marks the movement of financial restructuring based on attack financial repression. The plan was suspended due to crisis of the 1980s and closure of international financial markets. However, this discussion returned with Carlos Menem government (1989-1999). This phase was characterized by the adoption of currency board, financial open, desnationalization and concentration of banking industry accented with the Mexican crisis. For analysis of the period, this work hypothesizes that political and economic Argentine elites were sympathetic to financial liberalization. This incorporated in legal actions and economic policies of the period. The motivation believed that was the best way for the financial development

**Keyword:** Argentina; financial liberalization; financial development

## 1 Introdução

A Argentina era considerada um exemplo de sucesso entre os países emergentes, especialmente latino-americanos, dos benefícios encontrados nas reformas pró-mercado, políticas de estabilização, liberalização e abertura econômica. A justificativa se encontrava na prosperidade no período (1991-1998) em que a economia obteve um crescimento acumulado de 41%, inflação controlada, boa situação externa e estabilidade política (FANELLI, 2002). Entretanto, ceifadas pelas crises financeiras internacionais iniciadas no México (1994-1995), Ásia (1997-1998), Rússia (1998) e Brasil (1998-1999), revelaram a fragilidade do modelo. O efeito sobre a economia argentina entre 1999 e 2002 foi uma retração econômica de 30% em relação a 1998, colapso do modelo baseado na conversibilidade entre peso e dólar, dificuldades competitivas na economia real, seguidas das instabilidades políticas e sociais marcadas pelos protestos populares e destituição do Presidente Fernando de la Rúa (1999-2001).

Na época, foram explorados diversos aspectos das transformações e efeitos das reformas estruturais na Ásia e América Latina. Nos países latino-americanos, a discussão estava ligada ao desmonte do modelo de desenvolvimento liderado pelo estado (*state-led*) e protecionista, dando lugar a políticas amigas do mercado que prezavam pela eficiência, maior integração na economia mundial e participação da iniciativa privada (CIMOLI *et al.*, 2003). No aspecto financeiro, a ênfase recaía sobre políticas de estabilização de preços, regime cambial, endividamento externo, abertura aos capitais e instituições internacionais, fragilidade externa e ataques especulativos (CINTRA, 1998; DABOS E MERA, 1998; STUART E HERMANN, 2001).

A proposta do trabalho é realizar uma releitura a respeito do ciclo de liberalização argentino entre 1977 (reestruturação da estrutura financeira baseado na desrepressão) e 1999 (termina no governo Menem). A hipótese que lastreia a análise é defender que as elites argentinas tinham abraçado o modelo liberalização e abertura financeira desde fim da década de 1970, suspensa nos anos 1980 devido a crise externa, retornando a pauta junto com as reformas neoliberais dos anos 1990s. Assim, ocorrendo uma potencialização do movimento de reformas pró-mercado e desnacionalização propostas pelas instituições multilaterais, Fundo Monetário Internacional – FMI e Banco Mundial, e países desenvolvidos, principalmente EUA. Em paralelo, reforçando a fragilidade externa do modelo de estabilização transmutada no episódio traumático da crise econômica e política (1999-2002).

A exploração da hipótese do trabalho ocorre em três fases. A primeira aborda a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, seguida da discussão sobre as políticas de

desrepressão financeira. A segunda e central mapeia a trajetória de liberalização financeira argentina. A terceira e última traz uma reflexão sobre os principais elementos do movimento de liberalização .

## **2 Desenvolvimento, reformas e desrepressão financeira**

Ao longo do tempo dois temas ganharam importância nas discussões sobre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. O primeiro como os países desenvolvidos construíram e relacionaram as estruturas financeiras e produtivas. A segunda sobre como construir a estrutura financeira, frequentemente vinculada a desrepressão como forma de prover maior estabilidade, eficiência e funcionalidade. Apesar de não serem únicas e fazerem parte de discussões mais ricas, foram incorporadas e sistematizadas nas políticas do FMI, Banco Mundial e EUA dominantes durante os anos 1990.

### **2.1 Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico**

A discussão sobre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico confronta dois blocos antagônicos. De um lado, os que veem as estruturas e crescimento do papel das finanças nas sociedades industriais modernas como consequência das mudanças reais na economia (ROBINSON, 1952). Portanto, a atenção deveria ser desprendida nos elementos reais, especialmente estoque de capital físico, humano e avanço tecnológico (LUCAS, 1988). De outro, os defensores que desenvolvimento financeiro está intrinsecamente relacionados a viabilização e aceleração das condições para as mudanças reais da economia (SCHUMPETER, 1997; STIGLITZ, 1989; LEVINE, 1997). Cabe ressaltar que não são grupos homogêneos, mas sim constitui uma forma de organização entre autores que defendem que existe (ou não) determinada forma de interação. Entretanto, nos anos recentes, a visão da relação positiva passou a ganhar espaço, sendo cada vez mais comum de ser encontrada em diversas análises e modelos teóricos.

Ao lançar uma retrospectiva a respeito da origem da discussão do papel das finanças no desenvolvimento três autores ganham destaque. O primeiro Knapp (1924) que lançou um olhar sobre a moeda, Estado e a relação com desenvolvimento e transformações na estrutura produtiva. Inspirado na experiência alemã de rápida ascensão do poder industrial e financeiro na segunda metade do século XIX. O segundo Schumpeter (1997) ao apresentar a importância das finanças externas as firmas como forma de viabilizar e acelerar o processo de inovação, principalmente durante o capitalismo concorrencial em que as empresas são pequenas e possuem recursos próprios limitados. O terceiro Keynes (2010) ao conseguir construir o circuito entre empréstimos bancários e mercado de capitais, conhecido como *financing* (empréstimos de curto prazo) e *funding* (transferência de longo prazo entre famílias e empresas).

Em compasso com as contribuições teóricas ganharam importância as análises de cunho histórico-institucional, principalmente focando na experiência dos países desenvolvidos. Em destaque, Hicks (1969) que ao estudar o processo de industrialização britânico ao longo do século XVIII e XIX, observa o papel fundamental da estrutura financeira para a alocação de poupança, usada para financiar os investimentos produtivos. Outra de Gerschenkron (1962) que defende que as instituições financeiras desempenham um papel fundamental na industrialização ao facilitar a mobilização de capital, florescimento de novas firmas e linhas de financiamento de longo prazo. Assim, os países bem sucedidos na industrialização tardia na Europa continental ao longo do século XIX conseguiram formar esses arranjos, especialmente Alemanha e Bélgica. Enquanto os que não conseguiram tiveram dificuldades e fracassaram como Rússia e Espanha.

Para Zysman (1983) o design da estrutura financeira está relacionada às particularidades nacionais, modelo de desenvolvimento e tipo de capitalismo praticado, emergindo três estruturas. A primeira dominada pelas instituições públicas tendo como na Coreia. A segunda por instituições privadas como encontradas em grande parte da Europa e no Japão. Por fim, a baseada no mercado típico de economias liberais como Inglaterra e Estados Unidos permitindo o relacionamento direto entre tomadores e poupadores privados. Entretanto, as particularidades do desenvolvimento de cada país criam arranjos com características mistas com estruturas e formas de relacionamento próprias.

Um dos primeiros trabalhos empíricos que buscavam captar a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico foi Goldsmith (1969). Neste estudo, são analisados 35 países entre 1860 e 1963 sobre a participação dos intermediários financeiros na economia. Os resultados indicavam o crescimento da participação financeira na medida em que os países se desenvolviam. Enquanto Levine e King (1993), responsáveis por reacenderem a discussão, realizaram o estudo envolvendo 80 países no período (1960-1989) para provar empiricamente a proposição de Schumpeter. As conclusões indicaram que o desenvolvimento financeiro está fortemente associado ao crescimento do produto per capita, acumulação de capital e eficiência da economia.

Na medida em que se estabelece uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, a discussão passa a ser focado em definir e traçar a estratégia para desenvolvimento financeiro. Em uma definição comum é encarado como a capacidade da estrutura financeira garantir a alocação ótima de poupança e redução de riscos, levando a maior oferta de fundos para investimentos e estabilidade. A forma de atingi-lo precisa levar em consideração as diferenças históricas, culturais, institucionais, políticas e legais (MERTON e BODIE, 2005). Assim estabelecendo os objetivos relacionados ao desenvolvimento financeiro como exógenos que seriam

as funções genéricas válidas para todos os sistemas e, o como fazer, endógenos considerando as particularidades nacionais.

O papel do Estado e estrutura legal é importante para direcionar o desenvolvimento e funcionalidade entre a estrutura financeira e produtiva (FOHLIN, 2000). Portanto, influenciando o desenho, a relação entre os agentes e tipo de estrutura predominante. Frequentemente, as análises que consideram o aspecto institucional e legal são orientadas pelo modelo anglo-saxão, tendo como característica a defesa dos direitos de propriedade e a maximização da liberdade individual (LA PORTA *et al*, 1998; ACEMOGLU; ROBINSON, 2008). Porém criticados por tentarem impor um tipo de instituição e relação social como a melhor opção, deixando de lado as particularidades nacionais e prioridade ao bem estar social como se dá na tradição legal francesa (HARRIS E LAMOREAUX, 2010; CHANG, 2005).

## **2.2 Em defesa da desrepressão financeira**

A desrepressão financeira é entendida como a necessidade dos agentes estarem mais livres para melhor alocarem os fundos, levando a maior eficiência, menores riscos e aumento do nível de poupança ao reduzir a distorção de incentivos. A relação com o crescimento se encontra na maior acumulação de poupança, resultando em maiores níveis de investimento, adensamento da estrutura produtiva em um ambiente de estabilidade. A partir dos estudos empíricos e teóricos publicados nas décadas de 1950 e 1960, McKinnon (1973) e Shaw (1973) lançaram as bases do modelo Shaw-McKinnon (MSM) que fornece uma defesa teórica e empírica para liberalização e desregulamentação financeira.

As propostas presente no MSM serviram como orientação para políticas financeiras internas nos países desenvolvimentos, mais tarde transferidas para instituição internacional multilaterais, especialmente Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial. Para os países em desenvolvimento representaram à abertura do sistema a competição estrangeira, fluxo de capitais internacionais, redução da intervenção estatal por meio da restrição aos programas de crédito direcionado e privatização de instituições públicas (FREITAS, 2011). Em paralelo, constituindo uma orientação para estudos convencionais a respeito do desenvolvimento financeiro, trazendo a preocupação de identificar e mensurar os efeitos oriundos da repressão, sobretudo na distorção do funcionamento dos mercados e alocação de poupança (CAPRIO E HONAHAN, 2001).

Ao passar do tempo as políticas de desrepressão passaram a estabelecer um roteiro para a sua implantação. A preocupação estava em como os países periféricos que ainda não contavam com uma estrutura financeira robusta deveriam proceder para atingir os objetivos finais. Segundo McKinnon (1991), inicialmente seria interessante esses países focarem no aspecto interno da desrepressão, criando um ambiente favorável para a abertura, principalmente focado na entrada de capitais e instituições internacionais. Mais recentemente, após as crises que assolaram os países em desenvolvimento e que seguiram as políticas de desrepressão, McKinnon (1999) culpa as fracas instituições que não permitem o funcionamento sadio de um sistema menos regulado.

A defesa da desrepressão está intrinsecamente relacionada aos direitos de propriedade e liberdades individuais. Em paralelo, uma solução para um modelo fechado e interventor que começava a apresentar problemas de estabilidade e eficiência. Portanto, na medida em que o poder das instituições multilaterais crescia devido as crises financeiras do fim dos anos 1970, permanecendo nas décadas de 1980 e 1990, a ideia vendida aos países em desenvolvimento era remodelar as estruturas financeiras com base na liberalização e desregulamentação. Inicialmente, reduzindo a intervenção estatal através do direcionamento de crédito, depósitos compulsórios e instituições estatais permitindo que o mercado melhor avaliasse os incentivos e realocasse os fundos e riscos de maneira mais eficiente. O resultado seria maior taxa de poupança, traduzida na maior oferta de fundos para investimento com menores custos e riscos sistêmicos. Em seguida, a abertura a entrada de instituições e capitais externos, respectivamente, responsáveis pela maior eficiência do sistema bancário ao fomentar a competição e maior oferta de crédito a menores custos.

Entretanto, o domínio da desrepressão não foi unanime. Na percepção das falhas de mercado a intervenção e direcionamento estatal é justificável. Esta visão tem origem no trabalho de Stiglitz e Weiss (1981) a respeito das informações assimétricas em que apregoa que os agentes possuem informações diferentes em momentos diferentes. Portanto, criou a possibilidade que os mercados liberalizados não atingissem um equilíbrio ótimo. Mais tarde, Stiglitz (1989) aplica essa ideia aos sistemas financeiros defendendo a necessidade de intervenção estatal e repressão financeira. Justificado como forma de irrigar de crédito e reduzir riscos considerando as imperfeições de mercado, principalmente em países em desenvolvimento que não possuem instituições e estrutura madura, levando a áreas estratégicas não serem beneficiados por recursos.

A contribuição das falhas de mercado permite uma base teórica forte suficiente limitarem a amplitude e agressividade do movimento de desrepressão. Materializados na existência de bancos de desenvolvimento, crédito direcionado e subsidiado, controle de capitais visando manter a estabilidade e funcionalidade do sistema. Por exemplo, nos EUA foram preservadas as estruturas de capitação e direcionamento e crédito para pequenas empresas e educação. Outro exemplo da elevada importância dos bancos desenvolvimentos como alemão KfW e, com menor importância, o congêneres japonês. Na Coreia, apesar das reformas pró-mercado após a crise 1997-1998, ocorreu a reestruturação e fortalecimento do KDB e a abertura controlada a exposição do mercado domésticos as instituições estrangeiras.

### **3 Reformas financeiras argentinas**

As reformas financeiras argentinas compreendidas no período entre 1977 e 1999 são marcadas por dois fatores. O primeiro a crença de que a desrepressão era o melhor caminho para dar suporte ao desenvolvimento. O segundo dos problemas decorrentes da crescente dependência das variações da liquidez internacional, compromisso com modelo de estabilização acompanhado das instabilidades econômicas, políticas e institucionais.

#### **3.1 Primeiros passos rumo a liberalização e a frustração: 1977-1982**

A primeira fase de liberalização financeira argentina é marcada pelo foco na desrepressão interna e abertura a entrada de capitais estrangeiros. Parte de uma estratégia de aumentar a competição e eficiência do setor financeiro. Possuindo uma forte relação com o plano de estabilização de preços e sustentação do lastro cambial como forma de dar suporte a estratégia gradualista de ataque a inflação (FANELLI E MACHINEA, 1994). O marco das reformas ocorreu em 1977 através da Lei n. 21.495 de Descentralização de Depósitos e Lei n. 21.526 de Entidades Financeiras. Estas mudanças legais podem ser compreendidas como a reforma que buscava fornecer as bases para a criação de uma estrutura financeira moderna que desse suporte ao desenvolvimento econômico.

Segundo Cibilis e Allami (2008), os principais elementos da reforma são sintetizados como:

i) autorização dos bancos captarem depósitos por conta própria; ii) atribuição ao Banco Central Argentina – BCRA da responsabilidade pela supervisão e manejo das políticas monetárias e de crédito; iii) as entidades e financeiras estavam liberadas para fixas taxas de interesse ativas e passivas; iv) direito exclusivo dos bancos comerciais em atuar como intermediários financeiros; v) liberalização das condições para abertura de entidades financeiras e filiais; vi) estabelecimento de normas de ponderação de riscos implícito nas operações de crédito fixando regulações e legislações; vii) redefinição do conceito de pessoa física e jurídica vinculada as atividades financeiras e grupos econômicos; e viii) modificação no regime das entidades financeiras da especialização estabelecida em 1968 para as instituições universais.

O plano argentino destoava de outros países emergentes ao se recusar a adotar o modelo norte-americano baseado em instituições especializadas e altamente regulamentado. Este modelo foi exportado para países como Japão, Coreia e Brasil por ser visto como a melhor solução para estabelecer a funcionalidade e suporte a produção. Apesar da discussão sobre liberalização e desregulamentação financeira começarem a entrar na pauta de discussão, ainda eram incipientes sem a força que passaram a contar nos anos 1990s. Por exemplo, no Brasil a reforma Campos-Bulhões (1964-1967) adotou o modelo norte-americano adaptado para as condições brasileiras, mas frustrada pela inadequação as particularidades nacionais (STUDART, 1995). Entretanto, logo transformada em um sistema fechado, altamente regulamentado e com intervenção estatal por meio dos bancos públicos e crédito direcionado, complementado com a política pública de formação de grandes conglomerados financeiros privados nacionais.

O ambiente econômico que antecedeu a reforma financeira (1964-1975) é de um país que experimentava crescimento, aumento da renda per capital, industrialização e inflação moderada. Seguida de uma era de recessão, desindustrialização, desequilíbrio externo e aceleração inflacionária (FANELLI *et al.*, 1987). Enquanto no aspecto político apresentava uma instabilidade inerente com intervenções das forças militares e mudanças frequentes de presidentes. Merece destaque a destituição de María Estela Martínez de Perón em 1976, dando lugar a Junta e governo militar que se manteve no poder até 1982. A partir de então apresentando um período de relativa estabilidade nos governos de Raúl Alfonsín (1982-1989) e Carlos Menem (1989-1999).

A reforma financeira e proposta de abertura foram postas em prática durante o governo militar. Na análise desse micro período Fanelli *et al* (1987) o divide em três fases. A primeira da tradicional ortodoxia (1976-1979) tendo como resposta aos desarranjos estruturais provocadas nos períodos antecedentes é enfrentada com ajuda do FMI. A resposta se baseava na liberalização financeira e comercial, possuindo como um dos focos o controle da inflação em conjunto com a



maior estabilidade e eficiência da economia. A segunda da nova ortodoxia (1979-1981) em que caminha para usar a liberalização para sustentar um programa de estabilização de preços lastreado no câmbio valorizado, sustentado pela atração de capital externo e importações. O resultado foi o aprofundamento da fragilidade e crise econômica ao longo da década de 1980. A terceira marcada pelo ajustamento caótico (1981-1983) quando passou a buscar enfrentar a escassez de liquidez no mercado internacional, aumento do custo do endividamento externo, consolidando a insustentabilidade e fracasso do modelo.

A política de desrepressão financeira argentina constituiu uma das facetas de política de novo modelo de desenvolvimento. Pressupondo uma economia aberta comercial e financeiramente. Entretanto, a estratégia resultava na elevada dependência na capacidade de atração de capitais externos para a sustentação da taxa de câmbio valorizada, irrigamento de crédito na economia e captações externas (ver Tabela 1). Em última instância, estabelecendo uma dependência entre a disponibilidade de liquidez internacional para que o plano tivesse êxito. O cenário externo passou a se tornar desfavorável a partir de 1979, quando o Federal Reserve – FED passou a adotar uma política monetária restritiva visando o controle inflacionário da economia norte-americana. O resultado foi a redução da liquidez internacional e maiores custos do endividamento. Afetando de sobremaneira os países em desenvolvimento com elevados graus de endividamento, especialmente na América Latina.

Tabela 1 - Entrada de capital privado na Argentina: 1979-1981

Período (em trimestres)	Total (em mi de US\$)	Prêmio de risco (em % ano)	Taxa de câmbio real (base 100 em 1978)	Volume de crédito (base 100 em 1978)
1979.1	1.029	1,10	76,80	100,00
1979.2	1.033	1,20	73,10	108,80
1979.3	1.335	2,70	66,60	123,30
1979.4	1.517	2,50	64,20	159,30
1980.1	1.126	1,80	61,30	183,80
1980.2	-793	2,20	57,40	193,80
1980.3	1.455	3,60	53,60	224,00
1980.4	465	3,10	48,60	244,00
1981.1	-1.236	4,20	48,70	231,60

Fonte: Fanelli e Machinea (19994) com dados do Banco Central Argentino.

Na década de 1980, os países latino-americanos sofreram com a crise do endividamento externo, estatal, aceleração inflacionária, recessão e crises financeiras recorrentes que fecharam o acesso ao mercado financeiro internacional. Materializado na série de moratórias que atingiram os países da região: México (1982); Uruguai (1983); Argentina (1983); Venezuela (1983 e 1985); Chile (1983 e 1984); Bolívia (1984); Brasil (1983 e 1987); e Peru (1986). Constituindo medidas extremas para forçar a negociação com os credores internacionais pela falta de divisas fortes que

possibilitassem os pagamentos dos débitos. As negociações evoluíram com os planos de reestruturação das dívidas propostas no Plano Baker (1985), substituído pelo Plano Brady (1988) com apoio do governo norte-americano. Esses planos também traziam como complemento as reformas pro-mercado e abertura sintetizadas no Consenso de Washington aplicada na década de 1990.

Para Argentina significou a suspensão do plano de estabilização baseado na desrepressão e abertura financeira. Em contrapartida, se estabeleceu as restrições a movimentação de capitais e direcionou os esforços para frear a aceleração inflacionária e endividamento externo e interno. Resultando nos Planos Austral (junho de 1985); Primavera (agosto de 1988); Planos Bung e Born (outubro de 1989); Bonex (dezembro de 1989). Em conjunto com a crise bancária originada da expansão de crédito devido as políticas de desrepressão financeira, seguida da mudança dos indicadores da economia. Ao mesmo tempo a incapacidade dos agentes lidarem com a situação fomentou a desmonetização e dolarização informal, onde a soberania monetária argentina foi ameaçada ao se usar cada vez mais dólares norte-americanos e não a moeda nacional (STUDART E HERMANN, 2001).

### **3.2 Carlos Menem e o discurso neoliberal**

A reestruturação do endividamento externo proporcionado pelo Plano Brady (1988) abriu os mercados financeiros internacionais aos países latino-americanos. Em paralelo, fornecendo condições para novos planos de estabilização de preços, movimento de abertura e reformas pró-mercado. Estas políticas construídas dentro das propostas feitas pelas instituições multilaterais, FMI e Banco Mundial, e patrocinadas pelos EUA. Sintetizadas no que ficou conhecido como “Consenso de Washington” que implicava na reformulação das estruturas institucionais e econômicas que deram suporte ao processo de desenvolvimento baseado na substituição de importações, protecionismo e liderança do Estado (CIMOLI *et al.*, 2003). Dando lugar a economia aberta a competição internacional, de menor intervenção estatal e comprometida com o controle de preços como pressuposto para o desenvolvimento de longo prazo.

Nesse ambiente, a Argentina foi um dos países mais entusiastas das reformas pró-mercado, em especial relacionando as medidas de abertura financeira com o projeto de estabilização de preços. As reformas foram postas em curso durante o primeiro mandato de Carlos Menem (1989-1999), materializadas no Plano Cavallo (1991). Este plano de estabilização consistia em vincular a estabilidade de preços com a valorização e plena conversibilidade da moeda argentina dólares a uma taxa fixa, constituindo uma espécie de dolarização. Em consonância a crescente abertura financeira e

comercial para, respectivamente, atrair capital para sustentar a paridade cambial e utilizar as importações para fomentar a competição no mercado interno.

No aspecto financeiro, uma série de novas leis e regulamentações entre 1989 e 1994 paulatinamente consolidava a abertura financeira, a vinculação das operações monetárias a moeda estrangeira e ataque a repressão financeira interna (MENDONÇA, 2009). De certa forma guardando semelhanças com a primeira fase de liberalização (1977-1982), mas tendo como diferencial incentivar os agentes a vincularem as operações monetárias e financeiras em moeda estrangeira. O resultado foi tornar o país dependente e inapto em responder as variações econômicas e financeiras internacionais. Entre as principais medidas legais merecem destaque<sup>1</sup>:

#### **- Lei de Emergência Econômica (agosto de 1989)**

Esta lei concedeu ao capital externo direcionado para investimento direto as mesmas condições de tratamento regulatório, de crédito e tributário vigentes ao capital nacional. Assim igualava o tratamento legal conferido ao capital nacional e internacional. Útil para a atração de investimentos do exterior que significariam recursos para alterar a estrutura produtiva e auxiliar na manutenção na taxa de câmbio valorizada.

#### **- Lei da Reforma do Estado (agosto de 1989)**

Forneceu o arcabouço jurídico para regulamentação das privatizações de empresas públicas, bancos estatais nacionais e das provinciais. Ao mesmo tempo incentivando a atração de investidores estrangeiros, complementando a determinação de tratamento jurídico do capital nacional e estrangeiros presente na Lei de Emergência Econômica.

#### **- Inormas do BCRA (julho de 1989 e março de 1991)**

Regulamenta e estimula a captação de depósitos e operações em moeda estrangeira, sobretudo, dólares. O que constitui um passo a não apenas estipular um câmbio fixo, mas sim criar a dependência em moeda estrangeira das operações monetárias e financeiras na economia. Representando a tendência a renegar a soberania monetária e aceitar a dolarização.

#### **- Liberalização do mercado de câmbio (dezembro de 1989 e abril de 1991)**

Em complemento as Inormas, o mercado cambial passa a ser liberalizado como forma de incentivar o estabelecimento de operações monetárias e financeiras em moeda estrangeira.

---

<sup>1</sup> Inspirado em Hermann e Studart (2001); Cibilis e Allami (2008)

#### **- Lei de Conversibilidade (março de 1991)**

Instituiu o regime de “*currency board*”. Fixou a taxa de câmbio na paridade de 1 austral (a substituição pelo peso argentino ocorreu em janeiro de 1992) para 1 dólar, estabeleceu a livre conversibilidade entre o austral e contratos em qualquer moeda estrangeira. Consolidando a aderência das operações monetárias e financeiras internas a moeda estrangeira.

#### **- Decreto de Desregulamentação do Mercado de Valores (novembro de 1991)**

Eliminou impostos e outras restrições às operações com títulos mobiliários. Facilitando e incentivando a atração de capital especulativo do exterior dando suporte a manutenção da conversibilidade.

#### **- Nova Carta Orgânica do BCRA (setembro de 1992)**

Complementa o plano de estabilização e abertura financeira com a instituição de uma autoridade monetária independente. Vetando a atuação como financiador do Tesouro Nacional, restringindo a limites estreitos seu papel de prestador de última instância para o sistema bancário.

#### **- Reforma da Lei de Entidades Financeiras (fevereiro de 1994)**

Estabeleceu o mesmo tratamento entre instituições financeiras nacionais e estrangeiras. Abrindo caminho para a desnacionalização bancária com atração de instituições estrangeiras através da privatização de bancos públicos e venda de instituições nacionais. Justificado pela busca de maior eficiência e estabilidade do sistema.

A estratégia de inserção financeira internacional seguia a definição de Cohen (2008, p. 229) de *market followship* que pressupõe que o país aceita seguir a política monetária de outro mais forte. Implicando na *currency board* ou dolarização, se tornando um tomador dos passos do país líder. Para estratégia argentina de estabilização era aceitável em nome de atacar o problema da inflação. Em paralelo, assumindo a posição de *capital account region* comprometido em atrair capitais externos de curto prazo e investimento diretos para sustentar política monetária (DOOLEY *et al.*, 2003). Na época, existia uma elevada liquidez internacional facilitava a adoção deste tipo de estratégia, incentivada por órgãos internacionais como FMI.

Apesar do risco potencial da estratégia de estabilização, abertura e desregulamentação financeira obtiveram êxito. Segundo Fanelli (2002), no período entre (1991-1998), a Argentina se tornou um exemplo a ser seguido pelos países em desenvolvimento e latino-americanos, acumulando um crescimento econômico de 41%, inflação controlada e estabilidade, a duplicação do crédito na economia utilizado pelo setor privado a taxas de juros menores. Assim colhendo os frutos das reformas pró-mercado e abertura econômica, sintetizadas em um novo modelo de desenvolvimento. Entretanto, os dados dos indicadores externos apresentavam uma crescente dependência das importações e capitais especulativos para sustentar a conversibilidade e elevadas reservas internacionais (ver Tabela 2).

Tabela 2 - Indicadores externos da economia argentina: 1988-1997 (em US\$ Milhões)

Ano	Conta Corrente		Conta de Capital			Reservas Internacionais
	Valor	% do PIB	Total	Direto	Outros	
1988	3.363	3,03	431	1.147	-716	3.363
1989	-1.305	-1,70	-8.008	1.028	-9.036	1.463
1990	4.552	3,22	-5.850	1.836	-7.686	4.295
1991	-647	-0,36	182	2.439	-2.257	5.812
1992	-5.462	-2,14	7.576	4.019	3.557	9.615
1993	-7.672	-2,98	9.827	3.262	6.565	13.339
1994	-10.118	-3,59	9.280	2.982	6.298	13.764
1995	-2.768	-0,99	574	4.628	-4.054	13.749
1996	-3.787	-1,27	7.059	4.885	2.174	17.705
1997	-10.119	-3,13	13.257	6.298	6.959	22.153

Fonte: IFS

Nota: extraído de Hermann (2001)

O Plano Cavallo e o estabelecimento da conversibilidade entre a moeda argentina e dólares fomentou a atração de capitais especulativos de curto prazo. Expressa na conta de capital pelo item “outros” como positiva a partir de 1992 com exceção do ano de 1995, devido a crise mexicana. Embora as reservas internacionais continuassem crescente devido ao influxo de capital especulativo, investimentos diretos provenientes das privatizações e venda de ativos nacionais a estrangeiros. No aspecto produtivo, aprofundou o processo destruição devido as políticas macroeconômicas que vinham desde a década de 1980, agravada pelo câmbio valorizado e dificuldade em investir para competir com as importações e disputar mercados de exportação. O resultado foi a primarização da economia dentro de uma nova divisão internacional do trabalho (KATZ, 2005).

### 3.3 Aprofundamento e fim do ciclo de liberalização

A crise mexicana de 1994-1995 foi um sinal dos riscos para os países que adotam planos de estabilização baseados na valorização cambial, disponibilidade de liquidez internacional, sobretudo, a dependência do humor dos especuladores e movimentação de capitais de curto prazo. Em seguida, a disponibilidade de liquidez internacional e humor dos especuladores passaram a mudar com a crise financeira asiática (1997-1998), russa (1998), brasileira (1998-1999) e argentina (1999-2001). Nas duas últimas presenciando comportamentos diferentes. No Brasil quando teve o regime cambial atacado, desvalorizou a moeda passou a adotar o câmbio flutuante e as metas de inflação. Enquanto na Argentina a questão não era apenas aceitar desvalorizar a moeda, mas sim desconstruir o modelo de estabilização e dependência de moedas estrangeiras com impactos jurídicos, políticos e econômicos.

A crença de que o modelo de estabilização e liberalização seria melhor caminho para o desenvolvimento argentino estava tão arraigada que a crise mexicana serviu de pretexto para aprofundá-lo. Sintetizado na reforma na Lei de Entidades Financeiras em 1994, objetivando reduzir o papel dos bancos públicos e lançar os bancos nacionais em uma competição direta contra os estrangeiros (ver tabela 3). Assim, a política de desrepressão com a privatização dos bancos públicos e incentivo a entrada de instituições estrangeiras levou a diminuição das instituições derivada da concentração de mercado (de 168 em 1994 para 82 em 2001). Acompanhada da redução no número e importância das instituições públicas (de 33 em 1994 para 13 em 2001), privadas nacionais (de 104 em 1994 para 34 em 2001).

Tabela 3 - Evolução do número de bancos na Argentina: 1994-2001

Ano	Total	Públicos	Privados	Estrangeiros
1994	168	33	104	31
1995	135	33	71	31
1996	119	21	59	39
1997	113	21	58	34
1998	102	16	47	39
1999	92	16	38	38
2000	89	14	36	39
2001	86	13	34	39

Fonte: BCRA

Nota: extraído de Cibilib e Allami (2008)

Em trabalhos como de Calomiris e Powell (2001), defenderam as políticas de reestruturação bancária argentina como bem sucedidas. A justificativa estava em conseguir conter os problemas decorrentes da crise mexicana, fortalecendo a regulação sobre o setor, mas se baseando no binômio desnacionalização e concentração. Enquanto Hermann (2001) argumenta que a desnacionalização constitui uma importante fonte de divisas para sustentação do modelo de estabilização. O que em si representava uma grande fragilidade ao sistema financeiro argentino por torna-lo dependente de dólares e variações da liquidez internacional.

A combinação de desregulamentação e abertura acabou por gerar um sistema financeiro aberto ao capital estrangeiro, concentrado e formado por bancos universais sem restrições legais para operarem, e marcado por uma grande dolarização de passivos e ativos. Não há indícios de desenvolvimento de instrumentos de financiamento de longo prazo no mercado bancário. Mesmo o movimento recente do mercado de capitais aponta para a preponderância de emissões de prazo mais curto, tais como os títulos públicos e fideicomisos. Os maiores bancos brasileiros - Banco Itaú, Bradesco e Banco do Brasil – estão presentes no mercado argentino, a despeito desses não ocuparem posição de destaque no total de ativos do sistema. O Banco de la Nación Argentina, a despeito da ínfima participação, está presente nos sistemas financeiros de Brasil, Paraguai e Uruguai (MENDONÇA, 2009).

Em 1999, quando a crise argentina e insustentabilidade do modelo começavam a transparecer, o novo presidente Fernando de la Rúa (1999-2001), não conseguiu abandonar a política anterior. As implicações institucionais, legais e econômicas não permitiam desvalorizar o câmbio como Brasil o fez. Levando a manutenção de uma política fiscal e monetária comprometida com o sistema que colapsou com os protestos populares e crise econômica, fechando com a destituição do presidente em 2001.

#### **4 Reflexões sobre a Argentina e a liberalização**

Este trabalho defende que existiu um longo ciclo de liberalização financeira na Argentina, dividida em duas fases. A primeira abrange o intervalo (1977-1982), marcada pela estratégia de desrepressão, implicando no afrouxamento das regulações internas, abertura a entrada de capital externo e uso da âncora cambial como ensaio de uma estratégia de controle da inflação. Aparentemente, condizente e complementar ao projeto de potência vista pelo governo militar (1976-1982) e que trabalhava pra ser aliado dos norte-americanos.

O que marca o fim do período são as pressões externas oriunda da formação de um cenário desfavorável, precipitando a crise bancária devido a alavancagem de crédito, dificuldades em atrair capital para sustentação do plano de estabilização e manutenção do câmbio valorizado. Em seguida, a tentativa frustrada de retomar as ilhas Falklands (ou Malvinas) em 1982 dificultou ainda mais a relação com os mercados internacionais e provocou instabilidades políticas com a queda do regime. O novo governo de Alfonsín (1982-1989) em meio ao estrangulamento externo, endividamento e inflação crescente suspenderam as medidas liberalizantes, trazendo o foco para combate a elevação e preços, reestruturação das dívidas públicas e privadas, internas e externas.

A segunda fase se deu durante o governo de Carlos Menem (1989-1999) que possui como característica ser um processo agudo de liberalização e abertura financeira, aderindo a economia ao plano de estabilização que tinha como base a plena conversibilidade da moeda nacional ao dólar, sendo fundamental a atração de capital estrangeiro. Acentuado pelo cenário externo favorável a reformas liberalizantes em conjunto a elevada liquidez internacional. Nesse período, especialmente durante o primeiro mandato de Menem, ocorrem profundas reformas institucionais e econômicas abrindo a economia em nome de um novo modelo de desenvolvimento mais aberto às relações econômicas com o mundo e com menor intervenção estatal.

Entretanto, os governantes argentinos ignoram os sinais dos riscos associados a dependência dos humores dos mercados internacionais. Evidenciado pela desnacionalização e concentração bancária como resposta a crise mexicana. Acelerando o processo de privatizações e busca de investimento estrangeiro que trouxessem divisas fortes para garantir a conversibilidade. De outro ponto, criaram amarras legais para sustentação da conversibilidade que impossibilitava uma reforma do sistema se fosse necessário. Visto nas dificuldades enfrentadas por Fernando de la Rúa, sucessor de Menem, destituído em meio a protestos por não conseguir enfrentar a crise e ataques especulativos.

O trabalho desprende maior atenção a segunda fase de liberalização por representar um período de cerca de uma década que modificaram profundamente a economia argentina. Um exemplo de sucesso de modelo de estabilização com novas bases do desenvolvimento na primeira metade da década de 1990. Entretanto, se tornando um exemplo negativo no fim da década pela crise econômica, financeira, dificuldades competitivas e institucionais. Para este período existem três elementos que se sobressaltam e corroboram a hipótese do trabalho.



O primeiro esteve em renegar a soberania monetária, materializada em aceitar transações econômicas em moeda estrangeira e garantir a plena conversibilidade da moeda nacional. Assim como observa Cohen (2008) o país se tornou um tomador das políticas monetárias e financeiras internacionais. Em paralelo, aceitou uma autoridade monetária independente comprometida com a manutenção da plena conversibilidade, implicando em medidas para atração de capital, principalmente especulativo. Em consequência, abdicou de um símbolo nacional e aceitou o risco implícito de construir sistema financeiro e política monetária baseada em moeda estrangeira. Agravado pela complexidade e tamanho da economia argentina que tende a sofrer mais em manter um regime de dolarização do que países menores.

O segundo referente a política de desrepressão baseada na redução da participação dos bancos estatais, complementado com incentivo a entrada de instituições internacionais em nome de um choque de competição com os bancos privados nacionais. O resultado foi a desnacionalização com a concentração bancária, sem implicar em desenvolvimento financeiro com a criação de mecanismos de financiamento de longo prazo e maior bancarização da população. Apesar dos elogios de Calomiris e Powell (2001) sobre a estrutura regulatória na segunda metade dos anos 1990. Não conseguiu apresentar grupos financeiros fortes capazes de contrabalançar a entrada de instituições estrangeiras.

O terceiro e mais relevante sinal de como a visão neoliberal foi assimilada pelas elites argentinas foi a estrutura legal e a dificuldade de abandonar o modelo. A estrutura legal foi calibrada para funcionar com a plena conversibilidade, pressupondo a liberalização do sistema e compromissos que possibilitassem a atração de divisas. A dificuldade de abandonar o modelo estabelecido não é evidenciada apenas pela estrutura legal, mas pela decisão de aprofundar a desregulamentação e abertura após a crise mexicana. Enquanto durante a crise cambial no Brasil, em seguida na Argentina não foram capazes de desconstruir o modelo sem uma ruptura abrupta.

### **Considerações finais**

O objetivo do trabalho não é mensurar se a liberalização financeira é boa ou ruim, mas sim identificar os principais elementos que indicam que as elites argentinas eram simpáticas a liberalização. Assim, acentuando a defesa das reformas pro-mercado presentes nas instituições multilaterais, FMI e Banco Mundial, e países desenvolvidos, sobretudo, Estados Unidos. Nessa trajetória, os movimentos de liberalização foram mais profundos que em países congêneres como Brasil e Coreia. Ao mesmo tempo as políticas liberalizantes do sistema financeiros foram abandonadas em meio a crises econômicas, financeiras, sociais e institucionais. Não sendo capaz de adaptar a estrutura de política econômica as instabilidades internacionais e dificuldades internas.

A hipótese levantada neste trabalho é que ocorreu um ciclo de liberalização financeira na Argentina entre 1977 e 1999, dividida em duas fases. A primeira consiste no período (1977 e 1982) que mostra a tendência a aceitar as políticas de desrepressão e abertura financeira, vista por simpatia pelo governo militar da época. O encerramento se deve mais por fatores externos do que resistências internas, sobretudo a crise da dívida externa dos países latino-americanos que fechou o acesso ao mercado financeiro internacional, acompanhada das dificuldades internas e queda do governo militar. A segunda e mais profunda durante o governo de Carlos Menem (1989-1999) que realmente aprofunda a desnacionalização e abertura financeira, a ponto de chegar a renegar a moeda nacional. O sistema era engessado e incapaz de se adaptar a insustentabilidade do sistema e ataques especulativos do fim da década de 1990s. O desmonte do modelo se deu com a ruptura traumática de uma grave crise econômica, financeira, institucional e social, marcada por protestos populares e destituição do presidente eleito Fernando de la Rúa (1999-2001).

Ao estudar a trajetória de liberalização argentina esse trabalho mostrou que a influência das elites e sociedades nacionais é importante para explicar como as instituições interagem frente aos movimentos propostos por agentes externos. Assim, explicando por que a Argentina aceitou todo um programa de liberalização, inclusive com elementos como independência do banco central e renegar a moeda nacional. Enquanto país em situações semelhantes como Brasil mantém uma longa e polêmica discussão a respeito da independência do banco central, sem avançar juridicamente, tendo uma posição clara a respeito das operações monetárias e financeiras nacionais serem em moeda nacional.

## Referências

- ACEMOGLU, D.; ROBINSON, J. (2008). **The Role of Institutions in Growth Development**. The World Bank, Commission on Growth and Development, Working paper n. 10. Disponível em: < [http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/489960-1338997241035/Growth\\_Commission\\_Working\\_Paper\\_10\\_Role\\_Institutions\\_Growth\\_Development.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/489960-1338997241035/Growth_Commission_Working_Paper_10_Role_Institutions_Growth_Development.pdf) > Acesso em: 10 mar. 2011.
- CALOMIRIS, C.; POWELL, A. (2001). Can emerging market bank regulators establish credible discipline? the case of Argentina, 1992-1999. In: MISHKIN, F. S. (Org.). **The Prudential Supervision: What Works and What Doesn't**. Chicago: University of Chicago Press, p. 147-196.
- CAPRIO, G.; HONAHAN, P. (2001). **Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World**. Nova York: Oxford University Press.
- CHANG, H.. (2005). Understanding the Relationship Between institutions and Economic Development – Some Key Theoretical Issues. In: **WINDER Jubilee Conference**, Helsinki, 17-18 de junho.
- CIBILIS, A.; ALLAMI, C. (2008). **El Sistema Financiero Argentino Desde la Reforma de 1977 Hasta la Actualidad: Rupturas y Continuidades**. Disponível em: <

[http://xxijhe.fahce.unlp.edu.ar/programa/descargables/cibils\\_y\\_allami.pdf](http://xxijhe.fahce.unlp.edu.ar/programa/descargables/cibils_y_allami.pdf) > Acesso em: 22 out. 2011.

CIMOLI, M. *et al.* (2003). **Institutional Requirements for Market-led Development in Latin America**. Munich Personal RePEc Archive – MPRA, n. 2756. Disponível em: < <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2756> > Acesso em: 03 fev. 2012.

CINTRA, M. A. M. (1998). A Abertura dos Sistemas Financeiros Latino-americanos e o Financiamento do Desenvolvimento. **Revista Paranaense Desenvolvimento**. Curitiba, n. 94, maio-dezembro, p. 49-67.

COHEN, B. (2008). **Global Monetary Governance**. Nova York: Routledge.

DABOS, M.; MERA, L. G. (1998). **The Tequila Banking Crisis in Argentina**. Universidad de San Andres. Departamento de economia documento de trabalho, n. 19, setembro. Disponível em: < <http://www.udesa.edu.ar/files/UAEconomia/Publicaciones/Documentos/doc19.pdf> > Acesso em: 10 jul. 2012.

DOOLEY, M.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. (2003). **An Essay on the Revived Bretton Woods System**. NBER, Working Paper n. 9971. Disponível em: < <http://www.nber.org/papers/w9971> > Acesso em: 12 jun. 2012.

FANELLI, J. M. (2002). Crecimiento, Inestabilidad y Crisis de la Convertibilidad en Argentina. **Revista de La Cepal**, n. 77, agosto.

FANELLI, J. M.; FRENKEL, R.; WINOFRAD, C. (1987). **Stabilization and Adjustment Policies and Programmers: country study 12 Argentina**. Helsinki: World Institute for Development Economics Research WIDER

FANELLI, J. M.; MACHINEA, J. L. (1994). **Capital Moviments in Argentina**. CEDES, Buenos Aires, Argentina. 1994. p. 68. (Economía: N° 99). Disponível em: < <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/argentina/cedes/machinea.rtf> > Acesso em: 25 jan. 2011.

FOHLIN, C. M. (2000). **Economic, Political, and Legal Factors in Financial System Development: International Paterns in Historical Perspective**. California Institute of Tecnology, Social Science Working Paper, n. 1089, maio.

FREITAS, M. C. P. (2011). **A Internacionalização do Sistema Bancário Brasileiro**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, Textos para discussão n. 1566, Brasília, janeiro.

GERSCHENKRON, A. (1962). **Economic Backwardness in Historical Perspective**. A Book of Essays. Cambridge, Mass: Belknap.

GOLDSMITH, R. W. (1969). **Financial Structure and Development**. New Haven: Yale University Press.

HARRIS, R.; LAMOREAUX, N. (2010). **Contractual Flexibility within the Common Law: Organizing Private Companies in Britain and the United States**. Disponível em: < <http://www.econ.yale.edu/faculty1/lamoreaux/Contractual-Flexibility-10.pdf> > Aceso em 15 mar. 2012.

HERMANN, J. (2001). **A Experiência Argentina de Liberalização Financeira nos Anos 1990: uma análise crítica**. Disponível em: < [http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/a\\_experiencia\\_argentina\\_de\\_liberalizacao.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/a_experiencia_argentina_de_liberalizacao.pdf) > Acesso em: 13 set. 2012.

HICKS, J. (1969). **A Theory of Economic History**. Oxford: Clarendon Press.

KATZ, J. (2005). A Dinâmica do Aprendizado Tecnológico no Período de Substituição das Importações e as Recentes Mudanças Estruturais no Setor Industrial da Argentina, do Brasil e do México. In: KIM, L.; NELSON, R. R. (Orgs.). **Tecnologia, Aprendizado e Inovação: as experiências das economias de industrialização recente**. Campinas: Editora Unicamp, p. 413 – 448.

- KEYNES, J. M. (2010). **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Adelaide: The University of Adelaide.
- KNAPP, F. (1924). **The State Theory of Money**. Londres: Macmillian & Company Limited.
- LA PORTA, R. *et al.* (1998). Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113 – 1155.
- LEVINE, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. **Journal of Economic Literature**, Vol. XXXV, junho, p. 688-726.
- LEVINE, R.; KING, R. G. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. **The Quarterly Journal of Economics**, Agosto, p. 717-736.
- LUCAS, R. (1988). On the Mechanics of Economic Development. **Journal of Monetary Economics**. Vol. 22, p. 3-42.
- MCKINNON, R. I. (1999). Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing. **The Oxford Review of Economic Policy**, Vol. 15, No. 3, p. 19–38.
- MCKINNON, R. I. (1991). Financial Control During the Transition from Classical Socialism to a Market Economy. **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 5, n. 4, p. 107–22.
- MCKINNON, R. I. (1973). **Money and Capital in Economic Development**. Washington, D.C: Brookings Institutions.
- MENDONÇA, A. R. R. (2009). **Sistemas Financeiros do Mercosul: Estrutura, Financiamento de Longo Prazo e Interpenetração de Capitais**. Textos para Discussão IE/Unicamp, n. 166, outubro.
- MERTON, R.; BODIE, Z. (2005). Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. **Journal of Investment Management**, v. 3, n. 1, p. 1 – 23
- ROBINSON, J. (1952). **The Generalization of the General Theory: the Rate of Interest, and Other Essays**. London: Macmillan.
- SCHUMPETER, J. (1997). **Teoria do Desenvolvimento Econômico**. São Paulo: Editora Abril, Coleção Os Economistas.
- SHAW, E. S. (1973). **Financial Deepening in Economic Development**. Nova York: Oxford University Press.
- STIGLITZ, J. (1989). Financial Markets and Development. **Oxford Review of Economic Policy**, Vol. 5, n. 4, p. 55 – 68.
- STIGLITZ, J.; WEISS, A. (1981). Credit Rationing in Market with Imperfect Information. **The American Economic Review**, Vol. 71, n. 3, p. 393-410, junho.
- STUDART, R. (1995). **Investment Finance in Economic Development**. Londres e Nova York: Routledge.
- HERMANN, J.; STUDART, R. (2001). **Estruturas e Operações dos Sistemas Financeiros no Mercosul: perspectivas a partir das reformas institucionais dos anos 1990**. IPEA, Textos para discussão n. 799.
- ZYSMAN, J. (1983). **Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change**. Ithaca: Cornell University Press.