Universidade Portucalense Infante D. Henrique
Mestrado em Finanças

Consequências da "União Europeia" no Sistema Financeiro Francês

(Breves Considerações)

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
BIBLIOTECA
Livro 1172
Cota T-2C-C-1172

Trabalho elaborado por:
HERMÍNA MARIA GONÇALVES TORRES

1.
Acto único: consequências no sistema financeiro francês.

O sistema financeiro Francês, tal como outros sectores da vida económica foi atingido pela desregulamentação dos mercados que surgiu no início dos anos 80.

Paralelamente teve necessidade de se ajustar à rápida evolução do quadro comunitário: criação do SME e do ECU, colocação de uma política de concertação entre os diversos Estados da Comunidade Europeia (CE) que encontra a sua tradução no projecto Delors da "União Económica e Monetária", enfim, acto único e suas consequências.

Em que medida vai o acto único contribuir para modificar a estratégia do sistema financeiro e mais especialmente a estratégia dos bancos é o que procuraremos averiguar nesta breve reflexão.

1.1 A integração Financeira Europeia

O acto único, que retomou as propostas do Livro Branco sobre a unificação do mercado Europeu, entrou em vigor em 1 de Julho de 1987.

Entre as cercas de 280 medidas esboçadas neste texto, um determinado número diz respeito à integração dos mercados financeiros da Comunidade Europeia. Podemos reagrupar essas medidas em quatro grupos:

A) Liberdade de Transferência de Capitais

Segundo a directiva de 13 de Junho de 1988, o controle de câmbios deverão ser abolidos a partir de 1 de Julho de 1999, excepto para a Espanha, Irlanda, Grécia e Portugal que dispõem de 2 anos suplementares para ajustar a sua legislação, podendo esta duração ser estendida a 5 anos, no que diz respeito aos dois últimos.
Para se conformar a esta directiva, a França promulgou em 9 de Março de 1989 um decreto em que se suprime os anteriores dispositivos da

regulamentação dos câmbios para os bancos e as empresas, sendo mantidas restrições somente para os particulares.

B) Liberdade de estabelecimento

Uma directiva de 19 de Junho de 1989 define as condições de reconhecimento mútuo entre países da Comunidade através da noção "de acordo único". Segundo este princípio, toda a instituição validamente aceite por um dos Estados membros poderá implantar-se livremente nos outros estados da CE.

C) Livre comercialização dos serviços financeiros

Já aplicado depois de 1 de Outubro de 1989 pelos chamados organismos de colocação colectivos, este princípio prevê que todo o estabelecimento financeiro, aceite por um dos Estados membros, poderá proceder á venda dos seus produtos noutros países da comunidade. A partir de 1 de Julho de 1990, esta liberdade de prestação será estendida aos créditos ao consumo e a certos contratos de seguro (em particular, os "riscos industriais". Em 1 de Janeiro de 1993 a livre comercialização alargou-se a todos os produtos financeiros.

A abolição das barreiras regulamentares ligada à realização do mercado único dos serviços financeiros, vai dar aos bancos franceses oportunidade de conquista de partes de mercado, acentuando-se mesma a concorrência estrangeira no seu próprio mercado Francês. Contudo, poucos bancos estarão à altura de cobrir todos os países da comunidade com toda a gama de produtos financeiros: o seu desdobramento estratégico far-se-á provavelmente em certos mercados e com certos produtos, sabendo que a noção de "proximidade" permanecerá ainda por muito tempo, um elemento importante de toda a relação bancária.

Entretanto, é igualmente evidente que outras preocupações vão reter a atenção dos bancos franceses nos próximos anos: por um lado o reforço da sua infra-estrutura financeira e mais particularmente de seus fundos próprios e, por outro lado, da vontade de alguns deles diversificarem as suas actividades em detrimento do sector puramente bancário. É por isso que se assistiu a uma multiplicação de operações ligando bancos e companhias de seguro.

Por outro lado, os bancos franceses irão procurar desenvolver as estratégias de alianças financeiras trans-europeias, definidas pelas participações cruzadas e vendas conjuntas de produtos financeiros nos diferentes mercados.

Finalmente, a última aproximação face á Europa de 1992, a dos grupos financeiros, marcada por uma vontade evidente de atingir rapidamente uma massa crítica aí criando uma verdadeira constelação "banco-seguradora-indústria ".

Constata-se que as respostas das instituições financeiras francesas ao desafio europeu são bastante variadas e depende das suas características próprias.

Quaisquer que sejam as soluções adoptadas, a corrida à Europa mostra-se bem lançada para o futuro e susceptível de provocar uma aceleração da história no que diz respeito às instituições financeiras.

2.
A integração monetária e financeira Europeia.

Em 1985, o Estado e o Governo decidiram estender até 1992, o grande mercado comum europeu, aos movimentos de capitais e às trocas de serviços. Com o Acto Único, adoptado em 1986, transpôs-se para a Europa uma etapa equivalente, nestes dois domínios, ao que foi feito a partir de 1956 no domínio das trocas de mercadorias e movimentos de pessoas.

Elemento da construção de uma Europa sem fronteiras, a integração monetária e financeira comunitária conhece uma aceleração desde alguns anos, o que a fez desempenhar um papel importante neste processo. Três objectivos principais lhe são assinalados:

— o acompanhamento da livre circulação de produtos, serviços e factores de produção;

— o melhoramento da racionalidade da aplicação dos recursos no seio da CE e do reforço do sistema financeiro europeu face aos seus concorrentes mundiais;

— Incitação dos países membros em cooperar mais estritamente em matéria de política económica especialmente monetária e a reforçar o Sistema monetário Europeu (SME).

2.1 A procura da integração monetária e financeira

Na origem da construção Europeia, as disposições, em matéria monetária e financeira, eram cautelosas. Nesse sentido, nos anos 60 e 70, foram levados a cabo numerosos esforços, sendo contudo os sucessos obtidos, relativamente limitados, em comparação com os objectivos e ambições pretendidas.

2.2. As disposições do Tratado de Roma

Dos aproximadamente 250 artigos que compõem o tratado de Roma, somente cerca de uma dúzia tratam de questões monetárias e financeiras. O principal

objectivo era, com efeito, a supressão das barreiras aduaneiras e a criação duma política tarifária comum, a par dos países exteriores à comunidade.

O levantamento dos entraves aos movimentos de capitais, era certamente encarado, mas devia intervir *progressivamente* e somente *na medida necessária ao bom funcionamento do mercado comum.*

Cláusulas de salvaguarda, de aplicação relativamente flexível, estavam previstas para permitir aos Estados membros, adoptar unilateralmente medidas de protecção em caso de dificuldades de câmbio ou da balança de pagamentos.

Por outro lado, não está definido nenhum calendário de início da integração financeira, diferentemente do programa de realização da União Aduaneira.

No domínio monetário, o tratado limitou-se a enunciar, em termos relativamente vagos, a coordenação progressiva das políticas de câmbio no seio da Comunidade.

2.3. As directrizes na liberalização dos movimentos de capitais

Duas directivas (1960 e 1962) visaram liberalizar os movimentos de capitais na Europa.

Entre os respectivos fluxos financeiros, figuravam especialmente os investimentos directos, as colocações em valores mobiliário cotados em Bolsa, os custos ligados às operações comerciais às prestações de seguro.

Contudo, as dificuldades encontradas por alguns países (especialmente a França e Itália), conduziram estas disposições a permanecer letra morta devido a uma utilização intensiva das cláusulas de salvaguarda.

2.4. Os projectos da União Monetária Europeia.

A partir de 1962, um memorando da Comissão propõe a redução dos custos da flutuação entre moedas. Manter-se-á contudo sem efeito, como aliás já havia acontecido como o parecer de SEGRÉ (1966).

Apenas no fim dos anos 60, princípio dos anos 70, é que este assunto conhece um renovado interesse devido às preocupações suscitadas pelo défice crónico da balança de pagamentos Americana. Dois sucessivos "planos Barne" (1969 e 1970) definem as modalidades de uma grande integração monetária. O plano Werner (Outubro de 1970) propõe a realização por etapas de uma união económica e monetária entre os estados membros no horizonte de 1980. Após um avanço causado pelos distúrbios monetários ocorridos a partir de 1971, o qual atingiu rapidamente os seus limites, novas tentativas são concretizadas com vista a relançar a integração europeia (relatórios Marjollin, 1974, e Tindemans, 1976), mas igualmente sem sucesso.

Uma nova etapa se iniciou a 13 de Março de 1979 com a criação do sistema monetário europeu (SME).

Além do restabelecimento de uma grelha de paridades, este acordo consagra a criação de uma nova unidade, o ECU (que substitui o UCE, unidade monetária europeia), e o depósito de uma parte das reservas dos bancos Centrais em ouro e em divisas, junto do FECOM. Põe igualmente em prática um indicador de divergência, destinado a restabelecer mais simetria, no custo das intervenções, no mercado dos câmbios entre países com divisas fortes e países com divisas fracas, e alargar as possibilidades de crédito, aos quais podem recorrer os estados membros em caso de dificuldades passageiras.

Apesar das dúvidas que tinha suscitado após a sua criação, este mecanismo devia mostra-se duradouro, apesar das suas imperfeições e das dificuldades que foram encontradas (não participação, logo à priori da Grã-Bretanha, ao dispositivo, mudança de igualdades mais frequentes no início dos anos 80)

2.5. A adopção do princípio do reconhecimento mútuo

A aceleração da integração monetária e financeira europeia resultou pois de uma mudança de lógica: a passagem ao princípio do reconhecimento mútuo.

Este pressupõe um postulado de confiança recíproca na medida em que uma instituição de um estado membro respeite a regulamentação do seu próprio país, ela deve poder igualmente exercer no estrangeiro. Esta diligência apoia-se na decisão do tribunal de Justiça Europeu de 20 de Junho de 1979 "Cassis de Dijon", que concluía que estava em desacordo com o tratado de Roma ao proibir a circulação das mercadorias entres os países membros pela facto de as características dos produtos em causa serem diferentes das do país de acolhimento (salvo em caso de não respeitar as regras imperativas referentes à protecção da saúde pública e dos consumidores.).

Estendida ao sector financeiro, esta jurisprudência introduzida pelo Tribunal de Justiça Europeu de 4 de Dezembro de 1986, estabelece que um produto ou serviço financeiro autorizado num qualquer dos Estados membros deve ser livremente oferecido ao consumidor dos outros países membros.

O reconhecimento mútuo torna-se então a alavanca principal à harmonização das regras essenciais desempenhando um papel de complemento.

2.6. A adopção de textos fundamentais na criação de um espaço financeiro Europeu.

O Livro Branco foi apresentado pela Comissão Europeia ao Conselho de Milão, em Junho de 1985. Propôs cerca de 300 regras a pôr em prática até 1993, data

da conclusão do grande mercado interior europeu, onde deverão poder circular, sem entraves, pessoas, produtos, serviços e capitais.

Em Fevereiro de 1986, os doze adoptaram o "Acto Único Europeu", aprovado pelos parlamentos nacionais, e que entrou em vigor em 1 de Julho de 1987.

Este texto cria as condições de mudança, alargando o campo das decisões que poderão ser tomadas por maioria qualificada pelo Conselho de Ministros Europeus. Regula igualmente a harmonização das legislações dos Estados membros, que mais não constitui que um preliminar indispensável à abertura das fronteiras e à livre circulação dos bens e serviços e consagra o princípio do reconhecimento mútuo das regulamentações nacionais.

Em Maio de 1986, um programa de completa liberalização dos movimentos de capitais, devendo desenrolar-se em duas etapas, é apresentado pela Comissão.

O Conselho deu inicio à primeira fase em Novembro, com a adopção da primeira directiva, entrada em vigor em Março de 1987. Esta diz respeito aos créditos comerciais a longo prazo, às compras de títulos não negociáveis na Bolsa, bem como, à admissão dos títulos cotados no mercado financeiro de um estado membro, nos outros países da comunidade.

Depois, na sequência do acordo proposto no Conselho de Ministros do Luxemburgo, em 13 de Junho de 1988, com o parecer favorável do Parlamento Europeu, uma segunda directiva adoptada em 24 de Junho, vêm complementar a primeira, prevendo a liberalização total dos movimentos de capitais o mais tardar em 30 de Junho de 1990 para oito países membros, fins de 1992 para a Espanha e Irlanda, e finais de 1995 para a Grécia e Portugal.

3.
As novas caracaterísticas do sistema financeiro francês.

As novas modalidades do financiamento da economia Francesa mudaram a natureza do sistema financeiro?

Assiste-se à passagem de um sistema de "economia de endividamento" para um sistema de "economia de mercados financeiros"?. Pode verdadeiramente falar-se em desintermediação financeira?

Estas questões dizem respeito aos respectivos pesos da finança "directa" e da finança "indirecta" na economia francesa.

A finança "directa" corresponde a uma confrontação no mercado, entre compradores e emprestamistas (mercado financeiro, por exemplo), enquanto a finança "indirecta" caracteriza a intervenção de certos intermediários (os bancos) os quais distribuem os créditos a partir dos depósitos recebidos .

Desde meados dos anos 70, os sistemas financeiros dos grandes países desenvolvidos conheceram mutações profundas. Partindo dos Estados Unidos, este movimento atingiu a França no fim dos anos 70. A partir de então, os poderes públicos procuraram recuperar o atraso inicial fixados nos grandes locais financeiros por um processo de modernização financeira em momento firme e coerente.

Este objectivo parece ter sido largamente atingido dado que Paris dispõe, hoje em dia, de uma gama de produtos, de mercados e de instituições similares aos dos outros grandes locais financeiros, apesar de alguns atrasos, tanto a nível de inovações financeiras, como a nível, sobretudo, de volume de transacções, subsistem evidentemente ainda relativamente a Londres e Nova Iorque.

Até então próximo de um sistema de "economia de endividamento", a França evoluiu também para uma "economia de mercados financeiros".

Após ter dependido largamente dos recursos públicos nos anos 50, por ocasião da reconstrução económica, o financiamento da economia podia com efeito ser analisada desde o final dos anos 60, como um sistema de "economia de endividamento" o qual apresentava as três principais características:

— predominância dos financiamentos intermédios sobre os financiamento directos;

— estreito controle do sistema financeiro pelos poderes públicos, os quais definiam no momento as quantidades de créditos distribuídos cada ano, via enquadramento do crédito, e os preços aos quais eram propostos estes créditos, via fixação do custo de refinanciamento dos bancos (fixando uma taxa de intervenção do Banco de França sobre o mercado monetário e a taxa de reservas obrigatórias) e sobretudo, via processos de bonificação dos créditos (mais de metade dos créditos distribuídos eram a taxas bonificadas);

— fraca concorrência entre as instituições financeiras e endividamento dos bancos de segundo grau junto do Banco Central, de maneira coerente com o modo de regulação adoptado, mas também à proporção da divisão dos circuitos de distribuição do crédito e das especificidades fiscais dos produtos e dos estabelecimentos.

No decurso dos últimos anos, a extensão ao sistema financeiro Francês do "triplo movimento internacional de desintermediação", pôs em causa estas características.

O sistema financeiro aproximou-se assim do modelo de "economia de mercados financeiros", característico os países Anglo-saxões, no qual a finança directa tem um papel dominante, o controle do sistema financeiro reduz-se à definição de regras de prudência, a regulação monetária efectua-se através das intervenções do Banco Central sobre o mercado monetário e não pela via do controle administrativo, havendo uma forte concorrência entre os intermediários financeiros.

4.
As principais mutações do sistema financeiro francês.

Dois grandes fenómenos modificaram profundamente as características do sistema financeiro Francês:

— a desintermediação financeira e a mobilização das colocações e dos financiamentos que acompanharam o desenvolvimento dos mercados de capitais;

— a comercialização das colocações e dos financiamentos que resultou da globalização dos sistemas financeiros.

4.1. O desenvolvimento dos mercados de capitais

Os mercados primários das acções e obrigações conheceram um forte crescimento em todos os países desenvolvidos , no decurso dos últimos anos. Numerosos factores concorreram para esta evolução, tanto factores conjunturais (diminuição das taxas de juro nominais, subida das taxas reais, crescimento dos défices públicos, etc..), como estruturais (inovações financeiras, modernização do quadro regulamentar dos mercados financeiros, etc..).

Este desenvolvimento foi acompanhado de uma marcada mobilização das colocações e dos financiamentos dos agentes económicos, assim como de um movimento significativo de desintermediação financeira.

4.2. Globalização dos sistemas financeiros

Até ao fim dos anos 70, os agentes económicos franceses não viam oferecer mais do que uma parte muito restrita de instrumentos de colocação e de financiamentos.

Por um lado, com efeito, para que a regularização monetária se mantivesse eficaz, o controle de câmbios proibia até 1986 o livre acesso aos financiamentos internacionais.

Por outro lado, pela mesma razão e também para previligiar certo tipo de investimentos ou certas actividades, os circuitos financeiros e os mercados de capitais franceses estavam divididos.

O desenvolvimento das inovações financeiras nacionais e internacionais, a política de modernização do sistema financeiro visando aumentar a concorrência entre as instituições financeiras e a criar um mercado de capitais unificados, indo do curto prazo ao longo prazo, acessível a todos os agentes, e com possibilidade de opção e a supressão do controle de câmbios, vão modificar radicalmente esta situação.

Doravante, os agentes económicos são susceptíveis de utilizar tanto do lado das suas colocações como dos seus financiamentos, um grande número de instrumentos financeiros, nacionais e internacionais, largamente substituíveis entre eles. Dos instrumentos originais , tais como os swaps de taxas de juro e de divisas, permitem-lhes arbitragens permanentes entre os diversos instrumentos e locais financeiros. Verifica-se também a "globalização das actividades financeiras no centro onde o jogo das mercados rende as oportunidades de colocação e de fontes de financiamento interdependentes umas das outras.

Esta "globalização é acompanhada de uma "mercantilização" das colocações e dos financiamentos, à imagem do que se verificou nos estados Unidos no decurso dos anos 70. As instituições financeiras foram levadas a determinar cada vez mais as suas condições devedores e credoras em função das taxas de juro do mercado, em resposta ás inovações financeiras e à concorrência crescente criada pela desregulamentação.

Assim, do lado das taxas devedoras o desenvolvimento do mercado dos bilhetes de tesouro, obrigou os bancos a generalizar as cláusulas de indexação à taxa do mercado monetário para os créditos a curto prazo; do mesmo modo, o desenvolvimento dos mercados de capitais nacionais e internacionais levou à colocação de cláusulas de indexação nas taxas dos "mercados obrigatórios".

Paralelamente, do lado das taxas credoras, a rarefacção dos recursos monetários levou os bancos a procurar, em proporção crescente, recursos despendiosos (emissão de acções, de títulos de participação, de obrigações, de certificados de depósito, etc..).

5.
As consequências da mutação financeira.

Os agentes não financeiros são, quase de modo inegável, largamente beneficiados pela recente modernização. Via OPCVM, os particulares puderam com efeito lucrar de uma remuneração acrescida das sua colocações, tanto mais que o custo dos financiamentos, sejam intermédios ou não, diminui principalmente para as grandes empresas tendo acesso aos bilhetes de tesouro, ás emissões sobre os mercados nacionais de capitais a longo prazo e aos financiamentos internacionais.

No conjunto a eficiência do sistema financeiro francês parece assim ter sido aumentada no decurso dos últimos anos.

— O alargamento da gama de instrumentos financeiros colocados à disposição dos agentes económicos permitiu-lhes ter acesso aos financiamentos mais flexíveis (os activos negociáveis tais como os bilhetes de tesouro, dispõem de mercados secundários, o que facilita a gestão activa dos balanços), menos dispendioso (a finança directa e o acesso aos novos mercados reduz os custos de financiamento) e menos riscos (os instrumentos de cobertura, tais como opções ou contratos matif oferecem a possibilidade para os agentes que o querem, de transferir os seus riscos mediante um custo moderado);

— o desenvolvimento e a integração dos mercados parecem ter aumentado a eficácia técnica na medida em que os preços se ajustem de hoje em diante, muito rapidamente, a toda a nova informação;

— a liberalização do funcionamento dos mercados teve, por consequência, a fixação de preço reflectindo as relativas raridades e assegurando assim uma melhor eficácia do sistema. Pelo contrário, a regulação administrativa das taxas de juro e a parte importante dos créditos bonificados no conjunto dos créditos distribuídos tinham criado distorções no abono dos recursos. Assim, a subida rápida dos preços relativos dos terrenos e dos alojamentos, podia ser atribuída em parte ao apoio excessivo da procura permitido pelo recurso intensivo aos créditos privilegiados. Do mesmo modo o custo insuficientemente elevado dos créditos ao investimento tinha sem dúvida contribuído para degradar a

eficácia dos equipamentos e a acentuar a substituição do capital ao trabalho;

— finalmente as sociedades tinham beneficiado inegavelmente do fraco custo do crédito, os sectores pesados da economia, os mais individados, o que tinha reduzido os encargos da rentabilidade entre os capitais empenhados nas diferentes actividades.

5.1. A permanência das mutações observadas

As mutações do sistema financeiro francês registadas nestes últimos anos, constituem simples evoluções conjunturais, ligadas a um contexto macro financeiro específico e por conseguinte reversível. A análise da lógica na justa proporção das mudanças intervindas parece indicar que as novas características do sistema financeiro descritas acima deveriam consolidar-se no decurso dos próximos anos.

5.2. As vantagens de um sistema de "economia de endividamento"

A colocação, no fim dos anos 60, de um sistema de "economia de endividamento" ou de "economia de financiamentos administrados" parece responder à vontade dos poderes públicos de continuar a assegurar um desenvolvimento económico rápido da França, apesar do recuo do estado no financiamento directo dos investimentos. Um tal desenvolvimento supunha que as sociedades não financeiras pudessem encontrar financiamentos abundantes e a baixos custos para investir, pois elas não podiam encontrar no seu seio, os recursos necessários a este fim, sendo as taxas de autofinanciamento das empresas fracas em relação ao estrangeiro. Ora, as características da poupança dos particulares, voltada essencialmente para as colocações líquidas ou investimentos imobiliários parecia proibir um financiamento directo das suas necessidades de financiamento importante.

5.3 A titularização dos créditos

Os empréstimos bancários (elemento chave da intermediação) vão ser cada vez mais transformados em títulos de crédito negociáveis num mercado (aspecto essencial da desintermediação). Surgindo além Atlântico há uma quinzena de anos, este processo primeiramente disse respeito aos empréstimos hipotecários, antes de se estender aos empréstimos ao consumo, aos empréstimos automóveis, etc.

Se a "titularização" se mantêm um fenómeno eminentemente americano, ela vai desenvolver-se rapidamente na Grã-Bretanha, no Japão, nos países baixos e em França. Sobre certas condições, apresenta, com efeito, numerosas vantagens para os intermediários financeiros como para os investidores e aforradores.

Concretamente, como é que isto se passa?. Um banco acorda os empréstimos à sua clientela. Até ao vencimento o banco mantém estes créditos até aos seus prazos. Para o banco, a titularização consiste em vender estes créditos num novo mercado e a alcançar assim o *cash*.

A titularização de empréstimos bancários abre aos intermediários financeiros um novo meio de financiamento que apresenta vantagens singulares. Ela permite-lhe em particular sair do seu saldo de créditos que detêm, e por conseguinte evitar a dilatação do seu passivo paralela ao aumento do seu activo.

Três razões podem com efeito incitar um banco a "titularizar" alguns dos seus créditos. O banco pode desejar comprar créditos apresentando outras características (em matéria de riscos, de taxas, ou prazos, etc..) ou combinar os meios que permitam novas afluências. O banco pode igualmente querer financiar outros elementos do seu activo além dos pertencentes ao sector dos empréstimos sem mexer no seu passivo.

A titularização permite-lhe enfim escapar a certas disposições fiscais, regulamentares, ou prudenciais, por exemplo certos rácios de cobertura dos riscos através de fundos próprios.

Logo, para o investidor, e como o mostra a experiência americana, as partes de fundos comuns de créditos representem uma colocação muitas vezes rentável. As taxas dos empréstimos bancários ultrapassando muitas vezes as das obrigações, a rentabilidade é mais elevada que a dos outros títulos. Os riscos inerentes a estes fundos, são reprimíveis, sendo as taxas de limite e a frequência dos reembolsos antecipados bastante bem conhecidos. Os fundos de reserva ou o recurso ao seguro permitem precaver-se contra as variações imprevistas ou excepcionais das faltas ou reembolsos.

O progresso das actividades de crédito nos estados Unidos, no decurso dos últimos anos, nomeadamente dos créditos hipotecários, explica-se em parte pelo desenvolvimento da titularização. Esta deveria em seguida favorecer uma queda das taxas de juro. A experiência americana não está, deste ponto de vista, completamente convencida. Uma diminuição real das taxas de juro foi constatada, mas ela não atingiu todavia até ao aforrador inicial, ficando o lucro repartido entre o estabelecimento de créditos e o investidor em fundos titularizados.

Os poderes públicos devem portanto aceitar que as empresas se possam financiar largamente a um baixo custo no mercado do crédito. Com este objectivo, as taxas de juro reais negativas foram assim mantidas na maior parte dos créditos que lhes seriam distribuídos enquanto as instituições financeiras foram chamadas a transformar a poupança líquida dos particulares em aplicações a longo prazo.

Estas foram de certo modo confrontadas, além do risco de solvabilidade ligada à sua actividade de intermediação, com um duplo risco de taxa de juro e de

vencimento. para que o sistema seja viável (haja ausência de falências) a regulação monetária não podia portanto passar por mecanismos tradicionais de mercado (variação de taxas de juro) que iria "desequilibrar" o sistema, mas unicamente por um sistema de controle quantitativo directo, mais ou menos constrangedor da distribuição do crédito (enquadramento do crédito).

Assim, o sistema de "economia de endividamento" no qual evoluiu a França no decurso dos anos 70, pode ser analisado como uma resposta de conjunto coerente à necessidade de assegurar o financiamento de um investidor sustentado. Em particular face a uma deformação desfavorável ás empresas da divisão do valor acrescentado após o primeiro choque petrolífero, ele demonstrou ser um meio eficaz de evitar um abrandamento bastante marcado do ritmo dos investimentos: no decurso dos anos 70, a taxa de investimento industrial estava mais estável e mais elevada que no conjunto dos países da OCDE, à excepção do Japão.

Num plano micro económico, graças ao nível fraco das taxas de juro, o recurso ao endividamento contribuiu, pele papel do efeito alavanca, a manter a rentabilidade dos capitais próprios num contexto de baixa do rendimento macro económico do capital. Num plano macro económico, a colocação à disposição das empresas de financiamentos das taxas de juro reais negativas deu origem a importantes transferências que vieram corrigir a deformação da repartição do valor acrescentado que se operava em detrimento dos lucros. A regulação monetária foi também utilizada para reabsorver os desequilíbrios "reais" da economia (estrutura inadequada dos preços e dos salários, inadaptação das capacidades de produção, etc.) de preferência a uma regularização económica de conjunto, mais "dolorosa" para os agentes económicos.

5.4. O fim da economia de endividamento

Aplicada em modalidades por vezes diferentes na maior parte dos países da OCDE, no decurso dos anos 70, mas sem dúvida de modo menos marcado que em França, esta política de financiamentos fáceis e pouco custosos, tornou-se contudo difícil de prosseguir logo a seguir ao segundo choque petrolífero, depois da subida dos desequilíbrios americanos, as taxas de juro reais atingiram níveis historicamente elevados.

Mas, mais estruturalmente, é também e sobretudo a própria natureza desta política que conduziu ao seu abandono: a regulação do custo do crédito criava com efeito um desequilibro expontâneo entre a oferta e a procura de fundos emprestáveis que não se podia resolver senão por um refinanciamento sistemático dos bancos junto do banco central (sistema do "divisor de crédito"). Assim, a criação monetária foi importante e alimentou o processo inflacionista. Um endurecimento da política económica era então inevitável já que a inflação tinha atingido níveis elevados no fim dos anos 70 e provocaram, através dos fenómenos de antecipações e indexações que aí se fixavam, riscos de deslizamentos cumulativos, destruidores tanto do ponto de vista do equilíbrio interior, como do equilíbrio exterior.

Obrigados além disso a gerir de modo crescente as taxas de juro em função das evoluções das paridades no seio do SME e devendo fazer face a uma inflação mais forte que nos principais países desenvolvidos, os poderes públicos franceses tiveram deste modo de decidir um desconto devido ao sistema de economia de endividamento. para sanear a economia, mesmo favorecendo a sua modernização e o seu retorno a uma situação competitiva em relação às dos seus parceiros, os poderes públicos aceitaram uma forte subida das taxas de juro e iniciaram uma política de reabsorção dos desequilíbrios reais e em particular, de restabelecimento da rentabilidade das empresas. Esta passou essencialmente por uma desindexação dos salários sobre os preços que permitiu ao mesmo tempo um abrandamento marcado da inflação e uma subida da taxa de lucro das empresas.

Esta nova política económica, muito similar, nas suas orientações, aquelas adoptadas na maior parte dos grandes países desenvolvidos, contribuiu largamente para o desenvolvimento dos mercados financeiros e para o fenómeno de mobiliarização e da desintermediação acima descritos.

Acompanhada ao mesmo tempo de uma política de modernização do sistema financeiro, destinada a aumentar a sua eficiência e a fazer de Paris uma das grandes praças financeiras internacionais, aproximou igualmente a França de um sistema de "economia de mercados financeiros". O abandono do modo de regulação monetária, anterior a 1 de Janeiro de 1987, em benefício de um sistema de regulação nos preços (variação das taxas sobre o mercado monetário) constitui a última etapa importante deste processo progressivo que não está ainda concluído. Ele constitui com efeito um resultado lógico das reformas das empresas: ineficácia visto que as empresas podiam encontrar no exterior (após a supressão do controle de câmbios) ou nos mercados de capitais nacionais os financiamentos desejados, a regulação administrada precedentemente, empregue, parecia além disso pouco compatível com o desejo de uma concorrência aumentada entre as instituições financeiras.

No conjunto, a passagem de um sistema de "economia de endividamento" para um sistema de "economia de mercados de capitais" parece assim ter sido determinado ao mesmo tempo pelo contexto internacional e pelos limites intrínsecos deste sistema, gerador de inflação e de distorções económicas.

6.
As tendências futuras

Desta análise da lógica das mutações observadas, no decurso dos últimos anos, tira-se a conclusão de uma evolução relativamente irreversível: um retorno em direcção a um sistema de "economia de endividamento" parece pouco provável tendo em conta o aspecto naturalmente "explosivo" de um tal sistema.

Na verdade em matéria de regulamentação e desregulamentação, os ciclos são sempre encarados. Contudo, o carácter administrado de financiamento da economia deveria continuar em retirada: a globalização internacional dos mercados de capitais prossegue; a livre prestação dos serviços e a completa liberdade dos movimentos de capitais deveriam ser efectivos no horizonte de 1992, acelerando ainda as mutações. Mesmo que as consequências do *Krach* bolsista mostrassem a necessidade de reforçar a segurança dos mercados, a modernização e o reforço da concorrência no seio do sistema financeiro não deveria ser reposto em causa como recentemente o mostraram as conclusões da comissão de reflexão acerca do funcionamento dos mercados financeiros, presidida por M. Deguen.

Em compensação, e isto não é contraditório, o papel da intermediação financeira no sistema financeiro Francês deveria manter-se determinante. A passagem a um sistema de "economia de mercados financeiros" não implica, com efeito que a actividade das instituições financeiras seja fortemente reduzida.

Por um lado elas deveriam continuar a desenvolver as suas novas formas de intermediação ao lado das suas funções clássicas de distribuição de crédito ou de gestão dos meios de pagamento; por outro lado, estas últimas funções deveriam permanecer importantes no decurso dos próximos anos.

Existem, com efeito, ciclos nas condições de financiamento da economia e nomeadamente, a divisão entre finança directa e indirecta. A inflexão do financiamento da economia que se produziu em 1987, antes mesmo da superveniência do *krach* bolsista, ilustra-o bem: a taxa de intermediação financeira calculada pela Direcção da Prevenção foi corrigida em 1987, após uma baixa contínua no decurso dos quatro anos precedentes, ao passo que do

lado das colocações dos agentes não financeiros se voltavam de novo para os produtos líquidos e sem riscos em capital.

No essencial, estes ciclos parecem determinados pelos diferenciais de rendimento antecipados nos diferentes tipos de colocação. O horizonte de 1992, espera-se por uma estabilização da divisão entre finança directa e finança indirecta: o contexto macro financeiro deveria, com efeito, ser menos favorável ao desenvolvimento dos mercados de capitais, abrandando o crescimento dos lucros das sociedades, após a progressão muito rápida registada nos últimos anos, estabilizando a inflação a um baixo nível, ao passo que as taxas de juro não poderiam recuar senão ligeiramente a médio prazo tendo em conta a lentidão da assimilação dos desequilíbrios internacionais.

As projecções realizadas por conta do comissariado geral do plano em 1986 que previam uma estabilização da intermediação financeira em sentido amplo (instituições de crédito e OPCVM) no decurso dos próximos anos, apareciam a este respeito numa linha normal na sua análise.

No total, salvo importantes descontinuidades das políticas económicas, as transformações profundas registadas depois do início dos anos 80 deveriam ser consolidadas no decurso dos próximos anos. A economia deveria também continuar a evoluir no sentido de um sistema de "economia de mercados financeiros", mais eficaz economicamente mas também mais vulnerável aos choques económicos e financeiros.

7.
Os intermediários financeiros de hoje.

Os intermediários financeiros conhecem hoje em dia profundas mutações. O processo de "mobiliarização" ou de "titularização" que conhecia o sistema financeiro Francês traduz-se Por um desenvolvimento da finança directa em detrimento da actividade tradicional dos bancos consistindo em distribuir os créditos a partir dos depósitos recebidos. por outro lado, assiste-se a uma desespecialização das instituições financeiras assim como a uma banalização das suas actividades que são agora desenvolvidas pelas instituições financeiras não bancárias, até mesmo grandes empresas.

7.1. Funções dos Intermediários Financeiros.

A aproximação tradicional da intermediação financeira reagrupa as funções dos intermediários financeiros em torno dum certo número de funções.

São geralmente distinguidas quatro funções principais:

a)— a função de financiamento e de transformação dos activos - que tem por objectivo a concessão dos créditos e a obtenção de recursos, principais actividades associadas à ideia de operações de banco no quadro da lei bancária francesa de 1984. Pode acrescentar-se a estas operações o que se pode designar por operações de transformação de activos. Esta visa evidentemente o problema da "transformação" eventual de prazos.

A transformação dos activos significa igualmente que de facto um intermediário financeiro é, por definição, uma instituição que vai adquirir créditos das empresas, do Estado, dos particulares, e que vai constituir débitos relativamente aos depositantes. A função da transformação dos activos articula-se em volta daquilo que se designa por *débito primário*, ou seja, a dívida das instituições financeiras relativamente às poupanças que lhe são confiadas.

b)— A função de gestão dos meios de pagamento - é uma função tradicional á qual falta ligar um certo número de aspectos técnicos como

os mecanismos de *clearing* nos quais os bancos e outros intermediários financeiros desempenham um papel activo, e a colocação de sistemas modernos de pagamento, tal como a moeda electrónica.

c)— A função de corretagem dos intermediários financeiros - a função de corretagem (em relação aos emprestadores e aos que "pedem emprestado") existiu sempre, contudo vê o seu papel crescer com o progresso da desintermediação. O aumento da parte de comissão no produto líquido bancário pode servir de indicador do desenvolvimento desta função.

7.2. A banalização da intermediação financeira

Na evolução em curso, afirma-se a função de corretagem do intermediário financeiro como que consequência de uma distinção cada vez mais ténue entre banco comercial e banco de investimento.

Após a grande crise as regulamentações estabeleceram nos países mais desenvolvidos, uma separação nítida entre os bancos comerciais e os bancos de investimento. Com o progresso da desintermediação e a função de corretagem, estas fronteiras estão necessariamente esbatidas.

A evolução em curso caracteriza-se ao mesmo tempo pela divulgação e banalização das funções acima referidas. As novas tecnologias facilitam a desintegração vertical das actividades bancárias e o selecionamento aumentado destas actividades autoriza a entrada de novos intervenientes que ficavam tradicionalmente fora do campo da intermediação financeira

7.3. O desenvolvimento da concorrência

A extensão da concorrência, devida à globalização dos financiamentos, comporta numerosos aspectos.

Para a função do financiamento, os bancos vêem as suas partes de mercado reduzir-se com a subida da finança directa, ou seja, o estabelecimento de relações directas entre agentes com aptidão e agentes com necessidade de financiamento. O progresso do mercado dos bilhetes de tesouro em França após o fim de 1985, ilustra, como a experiência bastante mais antiga do *commercial paper* nos países anglo-saxões a concorrência acrescida no que diz respeito à função de financiamento.

A função de gestão dos meios de pagamento conhecia igualmente a saturação e a banalização. Ela é hoje em dia exercida pelas organizações que, em princípio, não seriam de modo nenhum relativas a esta função. Os que entram de novo são os mesmos dos grandes países da OCDE: o grande comércio, as cadeias de distribuição. O exemplo dos Estados Unidos foi seguido por muitos outros países.

A função de mutualização e de transformação de riscos tornam-se em parte banalizadas igualmente no sentido em que, com a progressão dos fundos comuns de colocação, certas instituições financeiras, em princípio menos implicadas nesta função venham a fazer concorrência aos bancos. Mesmo que os bancos controlem, em França, directa e indirectamente , quase 90% dos SICAV de tesouraria e dos fundos comuns de aplicação a curto prazo eles sofrem a concorrência, neste domínio de modo crescente, pelas companhias de seguro, pelos agentes de câmbio, etc.

O campo da concorrência estende-se com as novas perspectivas abertas pela desregulamentação do mercado financeiro, o desmantelamento do controlo dos câmbios e a realização progressiva do grande mercado europeu.

7.4. A bancarização dos intermediários financeiros

O segundo movimento refere-se à bancarização dos intermediários financeiros não bancários. Durante muito tempo, os economistas debateram largamente a distinção entre bancos que criam a moeda e as instituições financeiras não bancárias como as caixas Económicas que não criam moeda - de outra modo, que têm uma acção não sobre a massa monetária, mas sobre a rapidez de circulação da moeda.

Estes argumentos ainda presentes nos manuais, tornaram-se caducos com a banalização no interior do conjunto das instituições financeiras. Os exemplos são bem conhecidos. É a entrada das Companhias de Seguros, directa e indirectamente por intermédio das filiais, no campo da concorrência bancária.

7.5. Os limites do processo de banalização: a manutenção do monopólio de criação monetária

A mutação em curso é acompanhada de certas especificidades inegáveis de intermediação financeira. Em primeiro lugar, o intermediário financeiro conserva o monopólio de criação monetária. porque mesmo, se hoje em dia não se sabe mais como limitar a massa monetária, pode ser, em certos casos útil de qualificar as acções que modificam a massa monetária e aqueles que têm uma influência na rapidez da circulação da moeda. As especificidades da criação monetária legitimam o controle e a política monetária, quaisquer que seja a evolução tecnológica e o progresso dos mercados.

Além disso, o intermediário financeiro é a única unidade que integra todas as funções anteriormente analisadas: função de corretagem mutualização e a redução dos riscos. Se o intermediário financeiro perde com efeito o monopólio de alguma destas funções, ele conserva um certo monopólio na sua integração.

A especialização mantêm-se a maior parte do tempo vantajosa. O modelo do banco universal não deve induzir em erro, aplica-se forçosamente de modo

variado, dado as instituições tomarem rápida consciência do seu interesse em se fixar em certos grupos a fim de beneficiar de economias de escala.

A história mostra a sucessão de períodos de financiamento pelos mercados e fases onde o financiamento se opera principalmente graças à intermediação financeira. A economia francesa financiou também o seu crescimento entre 1960 e 1980 essencialmente pelo mercado financeiro. Mas por outro lado, e principalmente após a 2ª guerra mundial, a intermediação financeira, desempenhou um papel essencial. Após 1980 desenrola-se uma nova fase do "ciclo das estruturas financeiras" durante a qual os mercados se substituem em parte devido à intermediação financeira. Sem que seja possível medir com precisão a frequência dos ciclos evocados, falta esperar para que esta fase de titularização e de desintermediação seja seguida dum período de reintermediação financeira.

Índice

1. Acto único: consequências no sistema financeiro francês. 1
1.1 A integração Financeira Europeia 1
A) Liberdade de Transferência de Capitais 1
B) Liberdade de estabelecimento 2
C) Livre comercialização dos serviços financeiros 2
2. A integração monetária e financeira Europeia 4
2.1 A procura da integração monetária e financeira 4
2.2. As disposições do Tratado de Roma 4
2.3. As directrizes na liberalização dos movimentos de capitais 5
2.4. Os projectos da União Monetária Europeia. 5
2.5. A adopção do princípio do reconhecimento mútuo 6
2.6. A adopção de textos fundamentais na criação de um espaço financeiro Europeu 6
3. As novas caracaterísticas do sistema financeiro francês. 8
4. As principais mutações do sistema financeiro francês. 10
4.1. O desenvolvimento dos mercados de capitais 10
4.2. Globalização dos sistemas financeiros 10
5. As consequências da mutação financeira. 12
5.1. A permanência das mutações observadas 13
5.2. As vantagens de um sistema de "economia de endividamento" 13
5.3 A titularização dos créditos 13
5.4. O fim da economia de endividamento 15
6. As tendências futuras 17
7. Os intermediários financeiros de hoje. 19
7.1. Funções dos Intermediários Financeiros. 19
7.2. A banalização da intermediação financeira 20
7.3. O desenvolvimento da concorrência 20
7.4. A bancarização dos intermediários financeiros 21
7.5. Os limites do processo de banalização: a manutenção do monopólio de criação monetária 21

índice 23