

Biancareli, André M.

Working Paper

O Brasil e a integração na América do Sul: Iniciativas para o financiamento externo de curto prazo

Texto para Discussão, No. 1589

Provided in Cooperation with:

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

Suggested Citation: Biancareli, André M. (2011) : O Brasil e a integração na América do Sul: Iniciativas para o financiamento externo de curto prazo, Texto para Discussão, No. 1589, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/91043>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

1589

TEXTO PARA DISCUSSÃO

**O BRASIL E A INTEGRAÇÃO
NA AMÉRICA DO SUL:
INICIATIVAS PARA O
FINANCIAMENTO EXTERNO
DE CURTO PRAZO**

André M. Biancareli

**Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada**

O BRASIL E A INTEGRAÇÃO NA AMÉRICA DO SUL: INICIATIVAS PARA O FINANCIAMENTO EXTERNO DE CURTO PRAZO*

André M. Biancareli**

*A pesquisa que embasa este artigo também tem o apoio do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), processo 569337/2008-9.

** Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP), pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon) da mesma universidade e bolsista do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

Governo Federal

**Secretaria de Assuntos Estratégicos da
Presidência da República**

Ministro Wellington Moreira Franco

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Fernando Ferreira

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Mário Lisboa Theodoro

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

João Sicsú

Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete

Persio Marco Antonio Davison

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

Daniel Castro

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos diretos ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

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

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA REGIONAL NO CONTEXTO FINANCEIRO
INTERNACIONAL CONTEMPORÂNEO 9

3 A INTEGRAÇÃO SUL-AMERICANA: PECULIARIDADES E DESAFIOS 12

4 AS INICIATIVAS PARA A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NA AMÉRICA DO SUL 14

5 POLÍTICAS E POSICIONAMENTOS DO BRASIL 37

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS 42

REFERÊNCIAS 44

SINOPSE

O argumento principal deste trabalho é o de que, em uma realidade financeira internacional marcada por assimetrias e desafios para os países em desenvolvimento, iniciativas para a cooperação regional – principalmente relacionadas ao financiamento externo de curto prazo: compartilhamento de reservas e mecanismos para facilitação de pagamentos – são uma via promissora de esforços de política. No caso da América do Sul, a avaliação é a de que a institucionalidade já existente deveria ser utilizada e aprofundada. Quanto ao Brasil e seu protagonismo no processo, identifica-se um grande potencial, mas também certa ambiguidade na atuação, sugerindo uma atuação mais comprometida e com cobertura regional ampliada. Em termos de organização, o texto se divide da seguinte maneira: depois da introdução, a seção 2 discute a importância dessas iniciativas no contexto financeiro internacional contemporâneo. Na seção 3, um rápido panorama do processo de integração sul-americana é apresentado, destacando os seus principais dilemas e desafios. Em um nível maior de detalhamento, a seção 4 se ocupa das iniciativas para o financiamento de curto prazo existentes na região. Finalmente, a seção 5 apresenta e discute as linhas gerais da atuação brasileira em cada uma dessas iniciativas, seguida de breves conclusões na seção 6.

ABSTRACTⁱ

The main argument of this paper is that initiatives for regional cooperation – particularly related to short-term external financing: reserve sharing and trade-related payments systems – are promising avenues for policy efforts, in face of an international financial situation marked by asymmetries and challenges for developing countries. In the case of South America, the assessment is that the existing institutional framework should be used and further developed. Regarding Brazil and its leading role in the process, was identified a great potential but also a certain ambiguity in actions, suggesting a stronger commitment and an expanded regional coverage. The text is divided as

ⁱ. *The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's editorial department.*
As versões em língua inglesa das sinopses (abstracts) desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.

follows: after the introduction, section 2 discusses the importance of these initiatives in the contemporary international financial environment. In section 3, a quick overview of the process of South American integration is presented, highlighting their key dilemmas and challenges. At a higher level of detail, section 4 deals with the initiatives for the short-term financing in the region. Finally, section 5 presents and discusses the general lines of Brazil's performance in each of these initiatives, followed by brief conclusions in section 6.

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste artigo é analisar o processo de integração financeira em curso na América do Sul, com ênfase especial sobre as iniciativas relativas ao financiamento de curto prazo. Dado que a integração regional como um todo e sua dimensão financeira em particular são prioridades inegáveis da política externa brasileira nos últimos tempos,¹ compreender o significado deste processo, suas possibilidades e dificuldades, bem como a participação brasileira nele, são aqui consideradas tarefas essenciais na discussão sobre inserção internacional soberana do Brasil.

De início, é necessário esclarecer que se trata de um tema, e de uma análise, com algumas peculiaridades, a começar da própria definição de “integração financeira” regional e as opções metodológicas feitas a partir dessa definição.

A expressão entre aspas acima está sujeita a diferentes interpretações na literatura teórica e empírica em economia. Em seu sentido mais comum, faz referência ao movimento de abolição de controles sobre os fluxos internacionais de capital e ao livre fluxo de capitais por entre as fronteiras e moedas. Transportada para escala regional, esta compreensão se traduziria, portanto, no grau com que os capitais circulam por dentro de uma região. Fazendo um paralelo com a integração comercial regional, por exemplo, tratar-se-ia de avaliar a importância dos vizinhos enquanto fontes e destinos dos fluxos e estoques de riqueza financeira de determinado país. Assim, o processo de “integração financeira regional” seria simplesmente o estreitamento dos vínculos financeiros entre economias geograficamente próximas. Dois problemas emergem desta compreensão: a tarefa de mensuração de tal movimento encontra sérios obstáculos de ordem prática e, por outro lado, há significados distintos para o processo.

Quanto ao primeiro dos problemas, são notórias as dificuldades de monitorar origens e destinos de fluxos financeiros internacionais, ainda mais em se tratando de países em desenvolvimento. Praticamente não há dados que possibilitem uma quantificação precisa e comparável no tempo da integração financeira regional neste

1. Sobre a opção pela integração sul-americana como eixo estruturante da política externa brasileira no período recente, ver Guimarães (2008) e Garcia (2010).

conceito.² Tentativas nesta direção, como as citadas na seção 3 deste trabalho, são necessariamente imperfeitas diante da disponibilidade atual de dados e permitem apenas uma visão geral da situação, não autorizando periodizações, paralelos regionais nem tratamentos estatísticos mais sofisticados.

Por outro lado, a literatura sobre integração (ou, nesse caso, cooperação) financeira regional também se refere à dimensão institucional desta aproximação dos vizinhos.³ Trata-se de examinar as iniciativas regionais tanto para fazer frente aos obstáculos externos de ordem financeira ao desenvolvimento, quanto para suprir as demandas de financiamento das demais dimensões do processo de integração: comercial, produtiva, logística de transportes etc.

Desta maneira, o estudo da integração financeira regional, particularmente na América do Sul, é muito mais fértil se toma como eixo de análise as iniciativas – existentes e em processo de criação – nesta direção. Elas representam, ao mesmo tempo, as possibilidades concretas, os dilemas, dificuldades e desafios da integração. E fornecem um campo de observação privilegiado da atuação brasileira neste processo. É esta a opção feita no presente artigo, que se concentra nas instituições voltadas ao financiamento de curto prazo.

Para cumprir esta tarefa, o texto está dividido em mais cinco seções. Na seção 2, discute-se a importância das iniciativas de integração financeira regional diante das insuficiências e assimetrias do contexto financeiro internacional contemporâneo. Na seção 3, um rápido panorama do processo de integração sul-americana é apresentado, destacando os seus principais dilemas e desafios. Em um nível maior de detalhamento, a seção 4 se ocupa das iniciativas para o financiamento de curto prazo na região, subdivididas de acordo com os dois tipos de instituição existentes: os fundos de compartilhamento de reservas e os sistemas regionais de pagamentos. Finalmente, a seção 5 apresenta e discute as linhas gerais da atuação brasileira em cada uma destas iniciativas, seguida de breves conclusões na seção 6.

2. O trabalho que mensura a integração financeira regional (europeia) de maneira mais precisa e constitui referência na literatura empírica a respeito (BAELE *et al.*, 2004) se beneficia, não sem problemas metodológicos e teóricos, de uma disponibilidade de dados muito distante da realidade sul-americana.

3. As melhores referências recentes desta literatura, largamente utilizadas neste trabalho, são Ocampo (2006) e UNCTAD (2007).

2 A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA REGIONAL NO CONTEXTO FINANCEIRO INTERNACIONAL CONTEMPORÂNEO

Mesmo se tomada primordialmente em sua dimensão institucional, a integração financeira regional tem sua importância ligada, antes de tudo, ao contexto financeiro adverso em que os países em desenvolvimento se inserem. Sobre ele, a recente crise financeira global e seus impactos ainda em curso ajudaram a disseminar uma percepção que, entre analistas críticos, já era consensual: o período histórico ao qual se costuma denominar “globalização” tem representado, para os países em desenvolvimento de uma maneira geral, uma época muito mais de desafios do que de oportunidades. Muito aquém, portanto, das promessas embutidas na onda de reformas liberalizantes que, nas diferentes regiões periféricas, abriram as portas dos novos tempos.

No que tange às dimensões financeiras da globalização, tal percepção mais cética já não é exclusividade de uma literatura de cunho “heterodoxo” ou “alternativo”, com menor aceitação nos círculos acadêmicos e políticos dominantes na esfera global. Já distante dos benefícios teóricos da abertura financeira apresentados originalmente pela literatura convencional, o *mainstream economics* tem trabalhado, nos últimos tempos, com outros conceitos e abordagens para tratar da inserção periférica no ambiente de finanças desreguladas e integradas.⁴

Em uma concepção crítica, parte-se do princípio de que o sistema monetário e financeiro contemporâneo é caracterizado por uma dinâmica estruturalmente especulativa e de que suas relações com as economias periféricas (emissoras de moedas inconversíveis) são marcadas por três tipos de assimetrias: a monetária, a financeira e a macroeconômica.⁵ Em termos mais concretos, esta configuração instável e hierarquizada assume a forma de ciclos de liquidez internacional direcionados aos chamados “mercados emergentes”: sucedem-se fases de abundância e escassez de financiamento externo, cujos determinantes são principalmente exógenos aos países que mais sofrem, nas duas

4. Uma demonstração disso é o reconhecimento por parte do Fundo Monetário Internacional (FMI), em *position paper* particularmente claro (OSTRY *et al.*, 2010), do erro de sua postura incondicionalmente favorável à abertura financeira, passando a defender o uso de controles de capital por países em desenvolvimento em determinadas circunstâncias. Para uma resenha crítica da visão convencional sobre a inserção financeira de países em desenvolvimento, ver Biancarelli (2008).

5. Tais assimetrias são apresentadas e discutidas por Prates (2005).

fases, os seus impactos. Desde 1990⁶ observam-se dois grandes ciclos: o primeiro até 2002 (dividido em uma fase de “cheia” que dura até 1997 e é sucedido por uma fase de “seca” a partir de 1998) e o segundo a partir de 2003 até os dias atuais – que parecia ter encerrado sua fase de “cheia” com a crise financeira internacional em 2008. Os dados de 2009 e principalmente de 2010, no entanto, sugerem uma retomada dos fluxos em volume muito forte, principalmente para as maiores e mais dinâmicas economias emergentes.

Do ponto de vista da chamada arquitetura financeira internacional, há muito tempo (pelo menos desde a eclosão das crises em meados da década de 1990) também já estão claras para boa parte dos observadores as insuficiências e as necessidades de reformas. Estas, porém, nunca saíram efetivamente do plano dos discursos e intenções.

As “novidades” trazidas pela recente crise financeira global só reforçam este quadro. Tanto os seus efeitos imediatos – novamente um episódio de “parada súbita” nos fluxos de capital para países em desenvolvimento, a insuficiência dos recursos e da abordagem do FMI para lidar com os países em dificuldade, a comprovação da superioridade de uma estratégia de autodefesa isolada (por meio do acúmulo de reservas internacionais) diante da ausência de mecanismos de coordenação internacionais – quanto os desafios colocados para o futuro – a falta de desdobramentos práticos das propostas de reforma na arquitetura monetária e financeira internacional e, mais ainda, as prováveis consequências de um questionamento ao papel do dólar americano enquanto moeda reserva internacional – são demonstrações explícitas destas assimetrias, insuficiências e da necessidade de mecanismos alternativos.

Para um número crescente de analistas, uma destas alternativas seria o reforço a iniciativas e instituições regionais por parte dos países em desenvolvimento. Ocampo (2006) é um desses autores, e organiza os argumentos teóricos a justificar a cooperação monetária e financeira em quatro grupos.

O primeiro diz respeito às demandas oriundas do próprio processo de integração regional, em vários sentidos complementares: há necessidade de proteção no âmbito

6. Esta parece ser a data mais relevante para marcar a inserção dos países em desenvolvimento na globalização financeira, já que marca a volta dos fluxos privados de capital, com as características quantitativas e qualitativas peculiares dos novos tempos, para tais destinos. Os ciclos são descritos e discutidos por Biancarelli (2009).

regional diante das crises de balanço de pagamentos; devem-se levar em conta os efeitos das iniciativas de políticas nacionais na economia dos países vizinhos (isto é, a gestão macroeconômica não pode trabalhar contra o comércio regional); o financiamento da infraestrutura e outros “bens públicos regionais” é encaminhado de maneira muito mais apropriada por bancos de desenvolvimento adequados ao controle e especificidades locais; a redução da assimetria de informações no plano regional e a pressão dos pares (sentido de “pertencimento”) fazem com que os riscos creditícios destas instituições sejam reduzidos; e, por fim, no que se refere à regulação dos sistemas financeiros, também há enormes ganhos em termos de custos de aprendizagem e adaptação a normas internacionais.

Um segundo grupo de argumentos aponta na direção da complementaridade necessária entre instituições financeiras mundiais e regionais. A forte heterogeneidade entre as diferentes economias ao redor do globo, e as várias lacunas existentes na arquitetura financeira internacional (particularmente em relação aos países em desenvolvimento), apontam nesta direção. O trabalho de supervisão mundial executado por órgãos como o FMI se concentra nas economias mais desenvolvidas e se revela absolutamente insuficiente para tratar dos efeitos das políticas econômicas entre os países em desenvolvimento. Neste vácuo, os órgãos regionais teriam maior capacidade de captar as necessidades e atender às demandas das economias menores, e facilitariam uma espécie de “divisão do trabalho” com as instituições globais – tanto em relação a este monitoramento quanto à provisão de liquidez em casos de crises de balanço de pagamentos. Por outro lado, o terceiro argumento enfatiza a necessidade de competição entre estas duas esferas (global e regional) no atendimento das necessidades dos países em desenvolvimento, particularmente daqueles de menor tamanho e necessidades mais específicas.

Por fim, o quarto grupo de argumentos é de natureza política, e se origina na sub-representação e no baixo poder de influência das economias menos desenvolvidas nas agências multilaterais globais. O sentido de “pertencimento” ou mesmo de “propriedade” que uma instituição regional representa para os seus sócios é capaz de aumentar a legitimidade e a aceitação de suas recomendações (inclusive quando expressam, em bloco, as opiniões de seus membros nas instâncias mais amplas) e, mais importante, se traduz em um tratamento de “credor privilegiado” conferido por cada sócio. Como resultado deste último fator, as taxas de inadimplência, e portanto os riscos de tais instituições, são significativamente mais baixas do que os das economias individualmente.

Desta maneira, as iniciativas aqui examinadas têm sua importância justificada não apenas pelo processo geral de integração regional em si, mas também por estes papéis complementares que podem desempenhar. Ainda mais em um mundo que, do ponto de vista financeiro, parece passar por transformações, mas preserva os desafios e obstáculos para países em desenvolvimento como o Brasil. Antes, porém, da descrição e análise específica de tais mecanismos, cabem breves comentários adicionais sobre o contexto em que se inserem.

3 A INTEGRAÇÃO SUL-AMERICANA: PECULIARIDADES E DESAFIOS

Na América do Sul – que parece a unidade de análise mais adequada⁷ –, a discussão sobre cooperação ou integração financeira se insere em um processo mais amplo de integração regional marcado por uma série de peculiaridades e desafios. Com origens históricas bastante remotas – desde as guerras de libertação colonial – o ideal de integração do subcontinente ganhou impulso no final dos anos 1980 com a criação do Mercado Comum do Sul (Mercosul), que avançou desde então a duras penas, com progressos muito mais notáveis (ainda que sujeitos a recuos e disputas) no âmbito comercial.

As diretrizes que informavam esse processo eram as concepções liberais do chamado “regionalismo aberto”: em paralelo à maior integração no plano global (como *building blocks* desta maior extroversão multilateral), acentuam-se as integrações regionais, principalmente por meio de uma complexa teia de acordos de livre comércio. Em termos mais precisos, a orientação era o “nivelamento do campo de jogo” entre países com graus de desenvolvimento muito distintos – aspecto particularmente claro na proposta derrotada de criação da Área de Livre Comércio das Américas (Alca).

Como desenvolvido por Medeiros (2008) e UNCTAD (2007, cap. III), entre outros, não se trata da única alternativa ou modelo. O caminho da cooperação regional – quando dirigido por uma vontade política comum, pela preocupação com as assimetrias entre os diferentes parceiros, com uma abordagem muito mais ampla do

7. Como aponta Batista Jr. (2008, p. 226): “Como conceito político, a América Latina perdeu muito de sua relevância. O México e a América Central parecem ter caído irremediavelmente na órbita dos Estados Unidos. Não se pode contar com os mexicanos e centro-americanos para a construção de um projeto de integração que se pretenda autônomo e soberano”.

que o mero intercâmbio de mercadorias – surge, neste início de século XXI, como uma via promissora de avanços na direção do desenvolvimento.

Guiado por ideais semelhantes a esses, e influenciado pelas mudanças políticas e ideológicas mais gerais que parecem tomar conta da América do Sul, o processo ganha novo fôlego e, aparentemente, novo conteúdo e pretensões. Ainda que se apresente repleto de limites e contradições, como apontado por Veiga e Rios (2007). O “regionalismo pós-liberal”, na expressão destes últimos autores, se materializou na rejeição da Alca do modo como proposto pelos Estados Unidos e, de maneira positiva, na criação da União das Nações Sul-Americanas (Unasul) em 2004/2005 (compreendendo todas as 12 nações sul-americanas) e da Alternativa Bolivariana para as Américas (Alba) por parte do governo venezuelano em conjunto com Cuba, Nicarágua e Bolívia (Equador, Honduras e outras pequenas nações do Caribe se incorporaram depois).⁸

Vários desafios se colocam para o avanço deste processo de integração. Entre eles, podem ser citados os recorrentes conflitos comerciais entre os membros das diferentes uniões; a própria existência de vários acordos sobrepostos – que neste caso vai além do fenômeno de *spaghetti bowl* e se desdobra em uma profusão de novas instituições e tratados, muitas vezes sem grandes consequências práticas – e uma administrada disputa de projetos de liderança regional (da qual a criação da Alba é apenas um dos sintomas). Para além desses desafios, pode-se dizer que outra característica da integração sul-americana é a condução do processo pela iniciativa política, sem o suporte do setor privado que se observa em outras regiões – particularmente na Ásia, onde grandes grupos multinacionais e suas redes regionais de fornecedores comandam a integração produtiva e comercial.

Esta falta de correspondência entre o plano das intenções ou instituições e a realidade concreta das transações regionais envolvendo o setor privado pode ser atestada, primeiro, ao se observar os indicadores relativos ao intercâmbio de mercadorias. O registro é de níveis relativamente baixos e oscilantes de integração comercial: para a Unasul, a parcela do comércio intrarregional no total das trocas dos membros tem ficado constantemente abaixo dos 25% atingidos na década de 1990 – enquanto no agrupamento Association of Southeast Asian Nations Plus Three (Asean+3), por exemplo, essa cifra se aproxima de 40%.

8. Sobre o processo na América do Sul e seus desafios, ver Vaillant (2007). A fonte de consulta oficial sobre a Unasul é <<http://www.unasur.org>>. Sobre a Alba, rebatizada de Aliança Bolivariana para os Povos de Nossa América, as informações podem ser encontradas em: <<http://www.alianzabolivariana.org/>>.

Como já comentado na introdução, não é possível replicar perfeitamente tais cálculos para as relações financeiras. Mas os resultados apresentados por Biancarelli (2010) – a despeito de todas as imperfeições das bases de dados utilizadas – pintam um quadro ainda mais decepcionante. Fazendo uso de dados de estoques de ativos e passivos externos de portfólio e investimento direto estrangeiro (IDE), além de correlações e diferenciais de preços nos mercados financeiros, constata-se que o grau de integração financeira realmente existente na região é insignificante. Tomando um dos indicadores sintéticos lá fornecidos, o grau de compartilhamento de ativos externos de portfólio entre as principais economias sul-americanas é de apenas 3,61% na média ponderada entre 2001 e 2007. Trata-se, novamente, de um quadro muito distinto do verificado para um conjunto de oito economias dinâmicas da Ásia – para as quais o mesmo indicador registra o valor de 19,7%.

Em suma, é informado por este quadro de desafios de ordem política e prática – em um contexto global em que ganham importância os esforços financeiros de cooperação regional – que aqui se pretende avaliar um aspecto do processo de integração monetária e financeira sul-americana e a participação brasileira nele. Mais especificamente, o foco das próximas seções recai sobre as iniciativas – existentes e em processo de construção – na direção do apoio financeiro de curto prazo.

4 AS INICIATIVAS PARA A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NA AMÉRICA DO SUL⁹

Seguindo a tipologia proposta pela UNCTAD (2007), os mecanismos financeiros para a integração regional podem ser divididos em três níveis: *i*) facilitação de pagamentos e financiamento de curto prazo; *ii*) financiamento do desenvolvimento; e *iii*) cooperação macroeconômica e o caminho para uma moeda única. Breves comentários podem ser feitos sobre o segundo e o terceiro itens desta lista.

Em relação ao último nível, a experiência sul-americana em termos de cooperação macroeconômica é bastante insatisfatória, com poucas e pouco produtivas iniciativas. Vale a menção a tentativas de harmonizar as estatísticas e definir metas comuns no

9. Além das demais referências pontuais citadas ao longo desta seção, um balanço completo e recente sobre as iniciativas é feito por Sela (2009a).

âmbito do Mercosul e a uma Rede de Diálogo Macroeconômico (Redima) capitaneada pela Comissão Econômica para América Latina e o Caribe (Cepal), mas sem qualquer poder de imposição ou cobrança de resultados e que parece não avançar além do plano do diálogo. O resultado, que também reflete a ausência de um consenso quanto à melhor estratégia para inserção na economia internacional, é um registro de taxas de câmbio e juros totalmente descoordenadas (e, em geral, contrárias ao crescimento no longo prazo). Esse é provavelmente o maior obstáculo para o avanço do processo de integração comercial (e também financeira) na América do Sul, não só pelos problemas que a falta de sintonia causa sobre as operações, mas também porque a ausência de mecanismos formais de harmonização acaba facilitando políticas de diferenciação e *beggar-thy-neighbour* absolutamente contraproducentes à aproximação regional.¹⁰

A experiência sul-americana é muito mais rica em iniciativas relativas às duas primeiras dimensões da integração financeira. No que se refere à segunda delas – financiamento de longo prazo – há uma série de instituições dedicadas à tarefa de financiar a integração regional e/ou suprir aquele que é, juntamente com as sucessivas crises de liquidez internacional, o principal obstáculo de natureza financeira ao desenvolvimento nestes países: a falta de estruturas capazes de fornecer crédito de longo prazo nos montantes e condições requeridos pelo desenvolvimento da região.

Sem mencionar a atuação de órgãos multilaterais – como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) – que também desempenham esta função, mas são controlados por sócios externos à região, as principais instituições sul-americanas são a Corporação Andina de Fomento (CAF), o Fundo Financeiro para o Desenvolvimento da Bacia do Prata (Fonflata) e o Banco do Sul (ainda em processo de criação).¹¹

A avaliação sobre a atuação da CAF (cujo capital e desembolsos têm crescido de maneira significativa) é bastante positiva: segundo Ocampo e Titelman (2009/2010), tal organismo tem conseguido desempenhar plenamente sua função de complemento (mais

10. Sobre os dilemas da cooperação macroeconômica na América do Sul, ver entre outros Machinea e Rozenwurcel (2006), Cárcamo (2005) e Sánchez-Gómez (2006). Cunha (2008), baseado em vários trabalhos anteriores, apresenta uma perspectiva comparada deste aspecto com a experiência asiática.

11. Há ainda uma série de outros bancos menores, como o Banco de Desenvolvimento do Caribe (Caribank), o Banco Centro-Americano de Integração Econômica (BCIE), o Banco Latino-Americano de Exportações (Bladex). O já citado documento da Sela (2009a) faz uma análise detalhada de todas as instituições. Ver também Sagasti e Prada (2006) e Deos *et al.* (2009).

adequado às condições locais e sob controle dos beneficiários) às congêneres multilaterais, além de registrar um marcado componente anticíclico nos seus desembolsos.¹²

Sobre o Banco do Sul – criado formalmente no final de 2007 com a assinatura de acordo por Argentina, Bolívia, Brasil, Equador, Paraguai, Uruguai e Venezuela – após um longo período de debates, as divergências profundas entre os membros ainda o impedem de se tornar operacional. Os pontos de conflito são vários: sobre a estrutura de poder interna, dotação de recursos, condições de concessão de empréstimos e até mesmo sobre seus papéis (banco de fomento ou também assistência de liquidez).¹³

Trata-se de um perfeito exemplo dos vários dilemas da integração sul-americana já comentados anteriormente. E que, de certa forma, se repetem nas iniciativas existentes e em processo de criação, relativas ao financiamento de curto prazo. A elas – o foco principal deste texto – a atenção se volta agora.

4.1 FINANCIAMENTO DE CURTO PRAZO/FACILITAÇÃO DE PAGAMENTOS

Um mínimo de conhecimento da história econômica da América do Sul é suficiente para entender a importância das restrições externas, de natureza financeira, às possibilidades de desenvolvimento nesta região. São numerosos e eloquentes os exemplos de “paradas súbitas” nos fluxos internacionais privados de capital na sequência de episódios de euforia, períodos longos de escassez de financiamento externo, crises cambiais e seus efeitos derivados. Os papéis a serem desempenhados por iniciativas regionais de integração financeira diante desta realidade são basicamente de duas naturezas.

Por um lado, trata-se de construir substitutos ou complementos às fontes privadas de liquidez internacional oscilantes, especialmente para fornecer socorro em momentos de dificuldades. As iniciativas para compartilhamento de reservas internacionais e outras formas de reforço regional da liquidez (ou de financiamento externo de curto prazo) encaixam-se nesta função. Por outro, há tentativas de enfrentar um dos efeitos mais visíveis

12. A CAF contava, ao final de 2008, com um capital pago de US\$ 2,2 bilhões (de um total autorizado de quase US\$ 3 bilhões). Sua carteira de projetos nesta mesma data somava US\$ 10,3 bilhões, e os desembolsos anuais cresceram substancialmente nos últimos anos: de US\$ 1,9 bilhão em 2004 para US\$ 5,8 bilhões em 2008. Mais informações em: <www.caf.com>.

13. Sobre as propostas para a criação do Banco do Sul e os dilemas envolvidos, ver Ponsot e Rochon (2009/2010), além de Carvalho *et al.* (2009).

da vulnerabilidade externa que historicamente caracteriza a região: as restrições ao comércio internacional. É aqui que se justificam os sistemas para a facilitação de pagamentos.

4.1.1 Compartilhamento de reservas: o Fundo Latino Americano de Reservas (Flar)

A única – e exitosa – iniciativa para enfrentamento regional do problema da liquidez externa é o Flar. Seu princípio básico é o compartilhamento de parte das reservas internacionais dos países, com o objetivo de ampliar a liquidez à disposição dos membros em momentos de dificuldades. O Flar foi criado em 1978 e conta atualmente com sete países-membros, quase todos da região andina (a denominação original era Fundo Andino de Reservas): Bolívia, Colômbia, Costa Rica, Equador, Peru, Uruguai e Venezuela.

Entre seus objetivos explícitos estão, além de “apoiar o balanço de pagamentos dos países-membros outorgando créditos ou garantindo empréstimos a terceiros” também “melhorar as condições de aplicação das reservas internacionais” e “contribuir para a harmonização das políticas cambiais, monetárias e financeiras”.¹⁴ Pelo menos no plano das intenções, portanto, seria um mecanismo que conjugaria a defesa contra uma das demonstrações mais explícitas dos problemas da ordem financeira internacional – as crises cambiais em países em desenvolvimento e a necessidade de empréstimos de liquidez – com a busca por maior coordenação macroeconômica (justamente o terceiro nível de integração).

Ao mesmo tempo, trata-se de uma alternativa para a aplicação das reservas internacionais – um dos temas mais importantes nas discussões financeiras internacionais contemporâneas. O acúmulo de moeda estrangeira pelos bancos centrais (BCs), por motivos precaucionais ou como resultado de intervenções nos mercados de câmbio, faz parte de um conjunto de políticas “prudentes” que se disseminaram por um largo espectro de países em desenvolvimento como forma de melhor enfrentar as adversidades da globalização financeira. Por outro lado, esse carregamento não é indolor: trata-se de um montante significativo de recursos em moeda forte desviado de usos produtivos alternativos, e seu custo – dado pela diferença entre a remuneração recebida pelas reservas e a que se paga nos títulos públicos emitidos internamente para esterilizar os impactos sobre a base monetária doméstica – pode ser bastante significativo em vários casos.¹⁵

14. Ver <www.flar.net>.

15. Ver, sobre o tema da acumulação de reservas, Aizenmann e Lee (2005) e Rodrik (2006), entre muitas outras referências.

O Flar conta com cinco tipos de linhas de crédito: “apoio ao balanço de pagamentos”; “liquidez”; “reestruturação de dívida pública externa do banco central”; “contingência” e “tesouraria”. Como detalhado adiante, as duas primeiras modalidades foram historicamente as mais utilizadas, enquanto a última não foi utilizada e não está operacional no presente momento.

Em termos de condições, as linhas para balanço de pagamentos e reestruturação de dívida se sujeitam a regras bastante semelhantes: três anos de prazo com um de carência, custo determinado pela *Libor* de três meses mais 400 pontos-base e necessidade de aprovação pelo Diretório do fundo. Diferenciam-se apenas em relação aos limites de acesso: enquanto o montante desembolsado para cada país pela primeira linha pode chegar a, no máximo, 2,5 vezes o capital pago, na segunda esse teto é de 1,5 vez. Já as linhas de contingência – pela própria natureza ainda mais emergencial – são de prazo mais curto (até um ano e seis meses renováveis, respectivamente), custo mais baixo (*Libor* de três meses mais 150 pontos-base) e aprovação mais rápida, diretamente pelo presidente executivo do órgão. Enquanto o crédito de liquidez tem um limite igual ao capital pago por cada país, o de contingência prevê empréstimos em um montante de até duas vezes esse valor.

Como detalhado na tabela 1, o capital total subscrito do fundo em julho de 2009 era de US\$ 2,3 bilhões, sendo que o efetivamente pago era de US\$ 1,8 bilhão. A distribuição do capital – que se repete com pequenas alterações na divisão dos montantes efetivamente aplicados no fundo – reserva às maiores economias do bloco (Colômbia, Peru e Venezuela) uma quota de 20% do total, enquanto os menores (Bolívia, Costa Rica, Equador e Uruguai) contribuem com 10% cada. Mais interessante é a comparação desses valores com os dados dos estoques de reservas internacionais ao final do primeiro semestre de 2009: em nenhum caso, a fração ultrapassava 6% – e para os membros mais relevantes essa parcela chegava a, no máximo, 1,5%. O dado consolidado mostra que, naquele momento, apenas 1,6% do total das reservas somadas dos sete países é compartilhado.

Apesar destes montantes relativamente pequenos em termos absolutos e em relação ao estoque total de reservas, o desempenho do Flar tem sido bastante satisfatório, quando observado por alguns ângulos complementares.

TABELA 1
Flar: estrutura de capital – julho de 2009

(Em US\$ milhões)

	Capital subscrito	% total	Capital pago	% total	Reservas	% reservas
Bolívia	234,4	10,0	186,4	10,3	8.005,6	2,3
Colômbia	468,7	20,0	372,7	20,7	24.128,5	1,5
Costa Rica	234,4	10,0	184,4	10,2	3.884,4	4,7
Equador	234,4	10,0	186,4	10,3	3.151,8	5,9
Peru	468,7	20,0	372,7	20,7	32.129,9	1,2
Uruguai	234,4	10,0	125,6	7,0	7.407,1	1,7
Venezuela	468,7	20,0	372,7	20,7	30.750,0	1,2
Total	2.343,7	100,0	1.802,9	100,0	109.457,3	1,6

Fontes: Flar e BCs. Elaboração própria.

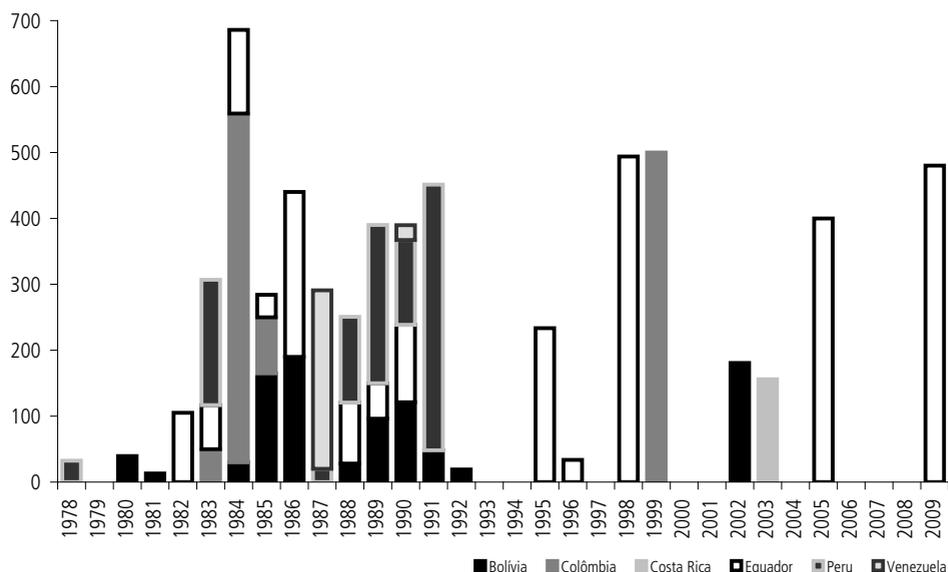
O primeiro deles diz respeito aos empréstimos efetivamente concedidos pela instituição. Entre 1978 e 2009, foram desembolsados pelo Flar recursos no valor total de US\$ 6,176 bilhões.¹⁶ Desse total, US\$ 2,87 bilhões (46%) foram na modalidade balanço de pagamentos, US\$ 2,58 bilhões (42%) como apoio de liquidez, US\$ 375 milhões (6%) como contingência, e outros US\$ 356 milhões (6%) para reestruturação de dívida. Como já dito, a modalidade tesouraria nunca foi utilizada.

Em termos da destinação desses empréstimos, observa-se uma distribuição desigual. No total acumulado desde 1978, o Equador é o país que mais recebeu recursos, em um total de quase 40% (US\$ 2,49 bilhões) de tudo o que foi desembolsado. Este país foi também o responsável pelas operações mais recentes do Flar, em 2005 (US\$ 400 milhões) e 2009 (US\$ 480 milhões), ambas na modalidade de balanço de pagamentos (ver gráfico 1). No outro extremo, temos os casos do Uruguai – que aderiu ao fundo em 2008 e nunca tomou recursos – e a Costa Rica, envolvida em uma única operação de US\$ 156 milhões (ou 3% do total) em 2003 para reestruturação de dívida. Em relação aos outros, tem-se em ordem decrescente: Colômbia (US\$ 1,16 bilhão ou 19% do total); Peru (US\$ 1,14 bilhão ou 19%); Bolívia (US\$ 931 milhões ou 15%); e Venezuela (US\$ 294 milhões ou 5%). De certa maneira, os países que menos contribuíram acabaram se beneficiando mais do mecanismo, o que sugere um caráter redistributivo para a iniciativa.

16. Esta e as próximas estimativas foram feitas com base nos valores apresentados para o relacionamento de cada país com o fundo, no *site* da instituição: <www.flar.net>.

GRÁFICO 1
Flar: desembolsos anuais e por país – 1978-2009

(Em US\$ milhões)



Fonte: Flar. Elaboração própria.

Mas os valores absolutos dos empréstimos ou sua distribuição geográfica não podem ser, nesse caso, os únicos critérios para a avaliação da eficácia do fundo. Afinal de contas, tais operações só se justificam em momentos de crise de balanço de pagamentos ou necessidade de renegociação de dívidas externas – ou seja, não seria de se esperar um fluxo constante de desembolsos, a menos que tais períodos de dificuldades fossem uma constante entre os países-membros. Como já visto na introdução, ao contrário, a realidade é marcada por nítidos ciclos de liquidez, ou pela alternância entre fases de abundância e escassez de financiamento externo privado.

No gráfico 1, o caráter cíclico – ou, neste sentido, anticíclico – das operações do Flar fica patente. Especialmente nos anos 1980 e início da década seguinte, fase de aguda restrição de divisas na América Latina como um todo, na sequência das crises de dívida externa. Quando os fluxos privados de capital começam a voltar de maneira mais persistente para a região no início dos anos 1990, e as crises cambiais escasseiam, retraem-se naturalmente os empréstimos do fundo. Em outros momentos de aguda dificuldade (que marcam a “fase de seca” do primeiro ciclo), principalmente em 1998-1999 e 2002-2003, a instituição volta a emprestar de maneira importante, agora concentrada em operações com países específicos. Já o empréstimo mais recente

para o Equador – US\$ 480 milhões para apoio ao balanço de pagamentos em 2009 – é a maior operação individual da história do fundo, e reflete o agravamento da situação daquele país na esteira da crise financeira global que teve seu ápice em 2008.

Outra maneira de aferir e avaliar esta atuação do Flar é comparar tais desembolsos com os da instituição multilateral dedicada à provisão de liquidez de emergência, o FMI. Nesta direção, os exercícios realizados por Titelman (2006) e Ocampo e Titelman (2009/2010) são conclusivos. No primeiro trabalho, apresenta-se a cifra de mais longo prazo: no acumulado entre 1978 e 2003, o Flar emprestou cerca de 60% do que o FMI desembolsou para os países-membros. Já os cálculos mais recentes mostram que a relação de desembolsos Flar/FMI é variável no tempo, e cresceu muito na última década. Entre 1998 e 2001, e também entre 2002-2005, essa razão foi superior a 2. Se na conta fosse incluída a operação de 2009 com o Equador, a balança seria ainda mais favorável para o órgão regional.

Há aqui, portanto, um primeiro conjunto de evidências favoráveis. Mas o outro ângulo de observação – pelo lado não dos desembolsos, mas sim dos pagamentos – produz evidências ainda mais auspiciosas. Talvez o Flar seja o melhor exemplo de verificação prática do “sentido de pertencimento” e da concessão do *status* de “credor mais favorecido” ao órgão por parte de seus beneficiários. Apesar de ser composto por – e de emprestar para – economias com vários registros históricos, inclusive bem recentes, de moratórias e outras formas de *default* em compromissos externos, o registro de inadimplência com a instituição é nulo. Além disso, a gestão do fundo tem sido realizada de maneira bastante profissional, em linhas com as melhores práticas gerenciais e prudenciais do mundo. O resultado é uma excelente classificação de risco dos títulos externos emitidos pelo fundo: Aa2 pela Moody’s desde abril de 2008 e AA pela Standard and Poor’s desde agosto do mesmo ano. Tais *ratings* são os melhores obtidos por instituições latino-americanas, comparáveis aos bancos internacionais de primeira linha e colocam a instituição em uma posição obviamente muito mais vantajosa para captação externa do que qualquer dos seus membros isoladamente.

Esta condição faz com que o Flar seja visto, por autores como Eichengreen (2007) como tendo um papel auxiliar no desenvolvimento financeiro dos países-membros até

mais importante do que o auxílio de liquidez prestado em momentos de crise.¹⁷ O fundo poderia atuar comprando títulos soberanos emitidos pelos países em suas respectivas moedas locais, indexados a índices de preços e crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). Isso serviria não apenas como um seguro contra crises, mas também como forma de abrir espaço – alargando um mercado inexistente ou muito restrito – para a negociação de títulos denominados em moedas de economias emergentes.

O Flar poderia, também, emitir ele próprio papéis nessas moedas no mercado internacional, tarefa facilitada pelas excelentes avaliações de risco. Na verdade, esse procedimento corresponde à separação entre o risco de crédito (da instituição) de o risco cambial (das moedas emergentes). Este seria o primeiro passo no “caminho da redenção”, apontado pelo mesmo grupo de autores (EICHENGREEN; HAUSSMANN, 2005) como saída para a superação do chamado “pecado original” – ou a incapacidade de emitir dívida externa na própria moeda, raiz de vários dos problemas financeiros históricos destas economias.¹⁸

Por fim, há uma terceira fonte de possíveis efeitos benéficos advindos do Flar: o incentivo à cooperação macroeconômica – que é a dimensão mais fraca do processo de integração na região (como já comentado). Tendo entre suas missões explícitas justamente promover a harmonização entre as políticas econômicas, o fundo serve como um fórum de diálogo e consultas mútuas, realizando seminários e relatórios periódicos sobre as condições macroeconômicas dos seus países-membros.¹⁹ Além disso, tem participação ativa em outros órgãos regionais que buscam, sem muito sucesso, avançar na coordenação de políticas, na região andina e na América do Sul como um todo.

De fato, o compartilhamento de reservas internacionais exige um grau bastante detalhado de conhecimento mútuo das condições macroeconômicas entre os

17. As ressalvas a essa última função decorrem da percepção de simultaneidade da ocorrência de “paradas súbitas” nos fluxos de capital para países de uma mesma região. No caso da América Latina, esse contágio – que reduz a capacidade de um fundo limitado de reservas atender a todas as demandas ao mesmo tempo – é uma ocorrência bastante comum na história. Há um intenso debate teórico e empírico sobre os ganhos – decrescentes – do compartilhamento de reservas em âmbito regional, devido a essa simetria de choques. Ver, por exemplo, Imbs e Mauro (2007) e as referências lá contidas.

18. A teoria do “pecado original” – provavelmente o mais explícito reconhecimento das imperfeições e assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional por parte de autores do *mainstream* – e todas as suas variantes e aplicações estão desenvolvidas em Eichengreen e Hausmann (2005). Uma aplicação mais atualizada do argumento pode ser encontrada em Hausmann e Panizza (2010).

19. Calendários e resultados destes eventos podem ser encontrados no *site* da instituição: <www.flar.net>.

participantes do mecanismo. A questão da simultaneidade ou não dos choques externos e de uma eventual resposta conjunta – com uso intensivo dos recursos do Flar – às dificuldades localizadas em uma determinada economia (enfrentando assim o risco de contágio regional no início) são dois exemplos de que o monitoramento é essencial e faz parte das atribuições necessárias a um mecanismo como esse.

Nesse sentido o fundo pode contribuir para amenizar a sensível carência de coordenação de políticas. O desafio, não exclusivo do Flar, é sair do campo da troca de informações e do diálogo para um efetivo compromisso com trajetórias comuns para variáveis macroeconômicas chave, o que em muito auxiliaria o processo de integração como um todo.

Mas, de maneira geral, a avaliação sobre o Flar é bastante positiva. A possibilidade de contar com um estoque ampliado de reservas internacionais em momentos de dificuldades de liquidez – e, ao mesmo tempo, a redução na necessidade de carregamento de reservas por parte de cada um dos membros que esse compartilhamento propicia – é, sem dúvida, uma forma de enfrentar parte das insuficiências da globalização financeira. O registro histórico, principalmente nos anos mais recentes, mostra que, mesmo utilizando uma fração muito pequena das reservas de cada membro, o fundo foi capaz de desempenhar um papel muito relevante no auxílio financeiro em momentos de crise. Quando se leva em conta os demais papéis que pode desempenhar – fomentar o desenvolvimento financeiro doméstico, contribuir para a superação do “pecado original” e, quiçá, incentivar a cooperação macroeconômica – o balanço se torna ainda mais favorável.

O desafio principal seria ampliar os volumes de recursos envolvidos e a cobertura regional do Flar. Para isso, a incorporação das duas maiores economias da região – Argentina e Brasil – seria fundamental e traria efeitos muito significativos para a instituição.²⁰ Não só do ponto de vista quantitativo (como será discutido na subseção 5.1), mas também político – na direção do reforço dos vínculos financeiros entre as economias da região.

20. Machinea e Titelman (2007) realizam exercícios numéricos (com base nas correlações entre os choques externos em cada país) e seus resultados apoiam a incorporação ao Flar de outras economias da região. Porém, os ganhos e perdas em termos de volatilidade das reservas e cobertura diante de choques não seriam iguais para todos os potenciais novos membros.

4.1.2 Sistemas para a facilitação de pagamentos internacionais: o CCR, o SML e a proposta do Sucre²¹

Outra forma de enfrentar, no âmbito regional, os problemas relacionados ao financiamento de curto prazo, está ligada à denominação e à liquidação dos pagamentos internacionais relacionados ao comércio. Por uma série de razões, de distintas naturezas, sempre predomina, enquanto meio de pagamento e unidade de conta no comércio internacional, o uso de determinada moeda nacional. Estas duas são, junto com a função primordial de reserva de valor (representada, neste caso, pela denominação dos contratos financeiros privados e pela denominação das reservas internacionais dos BCs), as prerrogativas definidoras da *top currency* em cada período da história. Apesar das intensas discussões recentes e das incertezas futuras, não há dúvidas de que, no momento, esses papéis são predominantemente desempenhados pelo dólar americano.²²

A necessidade de dois países quaisquer utilizarem a moeda de um terceiro para dar valor e efetivar transações comerciais entre si dá origem a alguns problemas complementares. Entre eles, os custos de transação envolvidos na necessidade de comprar e vender divisas a cada operação comercial, os efeitos das variações cambiais nos fluxos de mercadorias, os bloqueios ao comércio em períodos de escassez de dólares (ou outra *hard currency* predominante à época), e as necessidades de crédito comercial em moeda estrangeira.

Sistemas de pagamentos, a começar do exemplo mais ilustre entre eles, o Plano Keynes,²³ são tentativas de evitar ou reduzir estes problemas, por meio de diferentes instrumentos. Apesar da enorme ambição e do caráter multilateral do Plano Keynes – elementos que ajudam a explicar a sua derrota para a proposta americana em Bretton

21. Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR), Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML) e a proposta do Sistema Único de Compensação Regional (Sucre).

22. Sobre o uso internacional das moedas, duas das citações obrigatórias são Krugman (1995) e Cohen (1998).

23. Nas reuniões preparatórias para a Conferência de Bretton Woods Keynes propôs, como forma de organizar os pagamentos internacionais, a criação de uma Câmara Internacional de Compensações – International Clearing Union (ICU) – onde seriam registrados todos os pagamentos e recebimentos por todos os países participantes. Mais importante, a moeda em que seriam denominados esses registros seria uma nova unidade – o *bancor* – de natureza exclusivamente fiduciária e a ser utilizada apenas no comércio internacional (ou seja, não seria moeda nacional de nenhum país e nem estaria atrelada à oferta de ouro). Desta maneira, a concordância entre duas nações em realizar uma operação comercial era automaticamente satisfeita por meio de um registro contábil em *bancors* na ICU, sem depender de nenhuma força exógena. A liquidez para o comércio internacional seria criada de maneira automática. Evidentemente, países que acumulassem déficits em suas contas em *bancor* teriam de se ajustar para continuar sendo capazes de importar. Mas, e aqui outro ponto muito importante, também os excessivamente superavitários seriam punidos com multas – o que tornaria o ajuste diante de desequilíbrios menos assimétrico e mais favorável a políticas expansionistas. Uma das apresentações dessas ideias está em Keynes (1943). Uma das muitas apresentações da proposta – com a vantagem do didatismo – é feita por Carvalho (2004).

Woods – as ideias e os mecanismos ali propostos serviram de inspiração para várias iniciativas envolvidas em processos de integração regional, em diferentes momentos da história econômica do pós-guerra. O exemplo mais notório é a União Europeia de Pagamentos (UEP), mecanismo inicial de facilitação de pagamentos implementado nos anos 1950 e que iniciou o caminho em direção à União Monetária naquele continente.²⁴

Na América Latina, o mais antigo desses mecanismos é o CCR,²⁵ que funciona desde 1966 no âmbito da Associação Latino-Americana de Integração (Aladi). Ele é em parte resultado de um longo processo de estudos e debates levados a cabo pela Cepal pelo menos desde o início dos anos 1950.²⁶ São signatários do acordo todos os BCs dos países-membros da associação (exceto Cuba): Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela, além da República Dominicana, num total de 12 participantes.

Para lidar com os problemas listados acima e promover o aumento da integração comercial, o convênio se baseia no princípio da postergação de pagamentos em divisas entre seus membros, em uma rede de acordos de créditos bilaterais. Os BCs desempenham o papel central no mecanismo, ao definirem previamente os montantes destas linhas de crédito, registrarem as operações e, mais importante, assumirem os riscos das operações enquanto durar a postergação dos pagamentos. Para além de alguns detalhes técnicos mais complexos, o funcionamento do convênio poderia ser resumido da maneira que se segue.

Dois agentes – um exportador no país A e um importador no país B – decidem que uma determinada operação comercial entre eles, no valor de x dólares, deve ser canalizada pelo CCR. O importador deve então pagar o equivalente ao valor x da transação em moeda B, ao BC B. O exportador, por sua vez, será pago pelo BC A, pelo mesmo valor x equivalente em moeda A. Estas transações entre os agentes privados e as autoridades monetárias são feitas por meio de bancos comerciais, que utilizam para tanto uma série de instrumentos tradicionais de crédito comercial (letras de crédito, notas promissórias etc.)

24. Um apanhado histórico sobre a UEP é fornecido por Eichengreen (1993). As referências bibliográficas fundamentais sobre o mecanismo estão comentadas nesta obra.

25. No Brasil, o mecanismo é comumente referido como CCR. O acrônimo completo CPCR é mais comum nos demais países latino-americanos de língua espanhola.

26. Uma das referências mais antigas ao tema é o estudo da Cepal (1949), preparado por técnicos do FMI a pedido da Cepal. Sobre a história desses debates e uma análise dos primeiros anos do Acordo, ver também Aragão (1984) e Ocampo (1984). Yamaguchi (2003) faz um apanhado da história do CCR e de seus problemas. Outra fonte mais recente para as informações das próximas páginas é o documento da Aladi (2009).

como em qualquer outro caso. A diferença é que aqui esse crédito é feito em moeda local, e que, no momento da efetivação da transação, o produtor e o comprador vão receber o pagamento e pagar, respectivamente, nas suas moedas locais.

Pelo lado oficial, em vez de ser compensado automaticamente em dólares utilizando o sistema bancário internacional (geralmente, em Nova York), o valor da transação vai ser registrado nas contas do convênio, ao lado de todas as outras transações entre esses dois parceiros – em ambas as direções – que foram canalizadas pelo mesmo mecanismo. Durante um período de quatro meses, o resultado líquido diário das importações e exportações entre *A* e *B* vai ser financiado pelas linhas de crédito previamente acertadas entre os BCs. Isto significa que as autoridades monetárias estão concedendo e assumindo créditos externos em decorrência de operações comerciais privadas. Ao fim do quadrimestre, apenas a diferença entre os créditos tomados e concedidos é liquidada – em dólar.

Ainda em relação à assunção de créditos (e riscos) privados pelas autoridades monetárias, o convênio está assentado em um conjunto de garantias bastante delicadas: de conversibilidade (conversão imediata para dólares dos pagamentos efetuados por suas instituições em moeda local), de transferibilidade (remessa dos dólares correspondentes aos pagamentos efetuados por suas instituições) e, principalmente, de reembolso (a aceitação irrevogável dos débitos que lhes forem imputados, resultantes de operações cursadas sob o convênio). Isto significa que, uma vez gerado o crédito de um BC a outro, o devedor está obrigado a converter o montante em divisas e reembolsar a sua contraparte no país credor, no momento do vencimento, independentemente do pagamento ou não da operação que a ele deu origem por parte do importador privado ou seu banco comercial.

Em outras palavras, não existe a possibilidade de um BC não receber os dólares de uma exportação que curse pelo CCR, sob pena de o país devedor ficar inadimplente não só com um credor específico, mas com toda a rede de créditos recíprocos. Isto na prática tem dois efeitos: pelo lado do exportador, é uma garantia formidável, que reduz muito o risco das operações comerciais intrabloco e inclusive reduz o custo do crédito à exportação. Já pelo lado do país importador, significa que a autoridade monetária assume o risco privado, risco esse de crédito e cambial.

Por meio do CCR, mesmo sem substituir o dólar enquanto moeda de denominação e liquidação, é possível amenizar alguns dos problemas decorrentes de seu uso nas operações

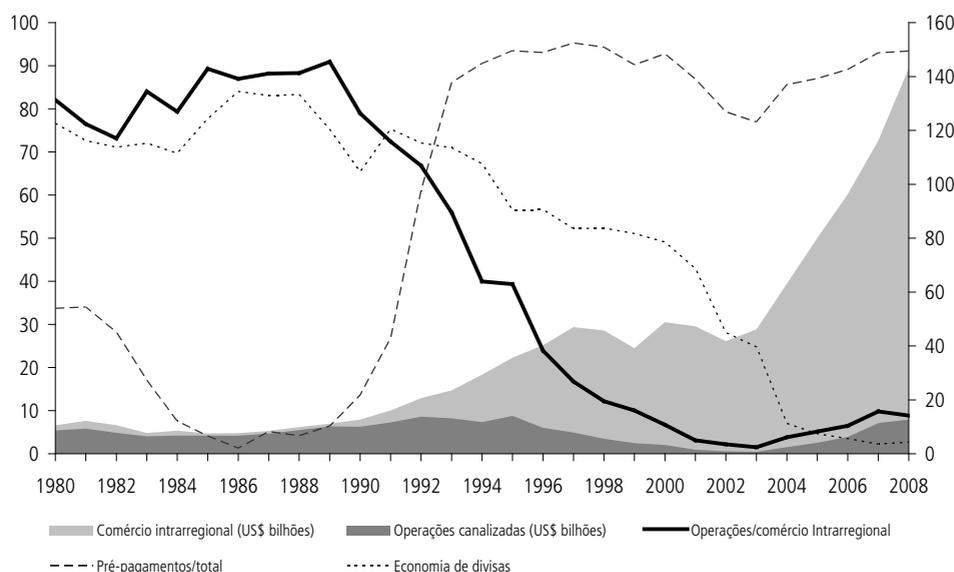
de comércio exterior. Do ponto de vista privado, eliminam-se os custos de transação decorrentes da compra e venda de dólares e também as necessidades de crédito comercial em moeda forte. Mais importante, permite-se que dois países realizem e até expandam suas trocas mesmo em um cenário de carência de divisas: só o resultado líquido das operações, ao final de quatro meses, vai ser requerido em dólares. Ou seja, o comércio bilateral poderia crescer consideravelmente sem o desembolso efetivo de nenhum dólar, desde que o fizesse de maneira equilibrada – ou seja, com importações e exportações, créditos concedidos e recebidos, se anulando exatamente – em um esquema próximo do escambo.

Porém, o tamanho e a importância da economia de divisas dependem criticamente de dois fatores: da existência desse equilíbrio comercial (e, portanto, de mecanismos para incentivá-lo), e da efetiva postergação de pagamentos. Como visto na sequência, essas são duas das razões que ajudam a explicar o declínio da utilização do CCR nos últimos tempos.

De fato, a evolução dos números mostrada no gráfico 2 é a de uma nítida decadência não só na utilização do convênio como também na sua capacidade de cumprir as tarefas para as quais foi desenhado.

GRÁFICO 2
CCR: principais estatísticas operacionais – 1966-2009

(Eixo esquerdo, em %, e eixo direito, em US\$ bilhões)



Fonte: Aladi. Elaboração própria.

Três tendências se sobrepõem e se reforçam:

Em primeiro lugar, a queda na utilização. É nítida a incapacidade do CCR – representada, no gráfico, pelas “operações canalizadas” – de acompanhar a significativa expansão do comércio intrabloco observada a partir de meados dos anos 1990 (de menos de US\$ 10 bilhões no fim dos anos 1980 para mais de US\$ 100 bilhões em 2007) – e que coincide com o lançamento e consolidação do Mercosul. É da mesma época o início do movimento de queda acentuada no valor das operações canalizadas pelo convênio, que chega a níveis irrisórios no início dos anos 2000 (apenas US\$ 700 milhões em 2003), e se recupera a partir de 2004 e 2005, atingindo mais de US\$ 12 bilhões em 2008. Em termos relativos, no entanto, essa recuperação é muito tímida: se ao longo dos anos 1980 a parcela canalizada era muito expressiva e crescente (superando os 90% no final da “década perdida”), ela se reduziu drasticamente no decênio seguinte e atingiu o ponto mais baixo em 2003: apenas 1,5% de todos os pagamentos foram cursados pelo CCR. Nesta comparação, 2007 representou apenas uma retomada para quase 10%, não repetida em 2008.

A segunda tendência é o aumento nos pré-pagamentos – ou seja, a liquidação voluntária dos créditos mutuamente concedidos antes do período de postergação dos pagamentos, prevista em quatro meses. Em termos percentuais, essas operações explodem de menos de 10% do total canalizado no final da década de 1980 para mais de 90% já em 1994, e nesse patamar permanecem com a exceção do período 2001-2004.

A terceira tendência é a acentuada e ininterrupta redução da efetividade do CCR no desempenho de sua tarefa principal: a economia de divisas. Calculando esta como a diferença percentual entre o valor total das operações canalizadas pelo convênio em cada ano e o quanto foi desembolsado em dólares para efetivar tais transações, observa-se um movimento “atrasado” em relação aos demais: os altos valores dos anos 1980 (de 70% a 80%) caem na década seguinte, mas ainda registravam mais de 40% em 2001 e cerca de 25% em 2003. De 2006 em diante, esta cifra ficou constantemente abaixo dos 5%.

Algumas observações e explicações fazem-se necessárias diante desse quadro negativo. A primeira e mais óbvia é a de que o declínio do CCR não foi um obstáculo para a expansão do comércio intrarregional. Um raciocínio contrafactual poderia ser feito para imaginar o quão maior esse aumento do intercâmbio teria sido com

um sistema de pagamentos funcionando plenamente, mas o fato objetivo é que as curvas das trocas e da canalização das operações pelo convênio vão em sentido oposto, principalmente nos anos 1990. Uma leitura pessimista concluiria que o CCR não auxilia ou mesmo prejudica a integração comercial; alternativamente pode-se concluir que sua funcionalidade parece estar vinculada ao contexto observado nos anos 1980 e radicalmente transformado nos decênios seguintes.

A segunda observação diz respeito ao fenômeno dos pré-pagamentos. Uma dívida só é liquidada antes do seu prazo final de vencimento se há alternativas melhores de financiamento disponíveis, para ambos os lados do compromisso. A taxa que incide sobre os créditos do CCR no período entre as compensações é, pelos regulamentos, a média aritmética dos valores diários da *Libor* de quatro meses que vigora nos três meses e meio iniciais de cada quadrimestre, acrescida de 1 ponto percentual (p.p.). Se esta taxa for inferior à que um país credor poderia receber em aplicações alternativas de suas reservas internacionais, a ele interessa receber antecipadamente. Se, ao mesmo tempo, for superior à que o país devedor conseguiria obter por uma linha de crédito internacional privado, estão criadas as condições para que o pré-pagamento seja vantajoso para ambos.

Se observada a curva respectiva no gráfico 2, observa-se que a elevação de tais operações coincide com a volta dos fluxos de capital privado para a região no início dos anos 1990 – o primeiro ciclo de liquidez da globalização – e também que, mesmo mantendo os patamares altos, há uma queda durante a “fase de seca” deste mesmo ciclo (entre 1999 e 2003). A vinculação com esses ciclos parece então clara: nos moldes atuais, o financiamento privado abundante e em boas condições retira incentivos para a postergação de pagamentos embutida no CCR e reduz a capacidade do mecanismo de poupar divisas (que, afinal de contas, já não são mais escassas como foram nos anos 1980).

A terceira observação constata que a não economia de divisas não tem relação apenas com os pré-pagamentos. Abstraído esse problema, a diferença entre o valor a ser desembolsado em divisas no momento da compensação quadrimestral e o valor total das transações cursadas vai depender do quanto o resultado líquido do intercâmbio bilateral seja menor do que a soma de todas as operações realizadas, nas duas direções. Conforme já esclarecido, o potencial para a economia de divisas depende criticamente de uma relação equilibrada entre importações e exportações entre os dois parceiros. Em

meio à redução generalizada da utilização do CCR, os registros por país apontam uma segunda ordem de problemas: o acúmulo das posições credoras e devedoras concentradas em poucos países. O grosso das transações canalizadas nos últimos anos tem sido de importações venezuelanas e exportações de serviços de engenharia pelo Brasil (por motivos discutidos adiante). Nesta situação, diante da ausência de mecanismos que propiciem ou incentivem o equilíbrio comercial nas transações canalizadas, a capacidade de poupar divisas fica de partida em muito reduzida.

Por fim, mas não menos importante, a quarta observação volta a focalizar a forte queda nas operações cursadas pelo CCR. Suas causas devem ser buscadas nas possibilidades e condições para a escolha do mecanismo de pagamento. Durante os anos 1980, em que a economia de divisas era um imperativo em uma região excluída dos fluxos financeiros internacionais, a maioria dos BCs impôs a obrigatoriedade da canalização dos pagamentos intrarregionais pelo convênio. Isso perdurou, para as grandes economias, até 1992 (justamente o momento de mudança na disponibilidade da liquidez internacional para a região). Ao longo dos anos 1990 e principalmente na década seguinte, a postura das autoridades monetárias nesse aspecto se inverteu por completo: passaram a dificultar crescentemente por meio de normativas internas (previstas no regulamento do convênio) a sua utilização. As possibilidades em termos de volumes máximos, prazos para pagamento e instrumentos financeiros aceitos, entre outras, foram sendo paulatinamente restringidas.²⁷

A razão para esse “boicote” oficial é a recusa dos BCs em assumir os riscos privados – de crédito e cambial – que as garantias (de conversibilidade, portabilidade e de reembolso) previstas no convênio impõem. A justificativa é a de que não é papel da autoridade monetária desempenhar tais funções de estímulo ao comércio exterior. De fato, na prática e na teoria, estes órgãos têm tido seu papel cada vez mais direcionado ao controle das taxas de inflação e à supervisão dos sistemas financeiros domésticos.

São, portanto, vários os dilemas que envolvem a performance recente e as possibilidades futuras do CCR. O quadro é de queda na utilização do mecanismo – que não impede a expansão do comércio intrarregional – por conta de restrições impostas pelas próprias autoridades monetárias e, ao mesmo tempo, queda na capacidade de poupar

27. Sobre este ponto, ver mais detalhes em Aladi (2009).

divisas, seja pelos pré-pagamentos relacionados às condições financeiras internacionais, seja pelos desequilíbrios comerciais intrabloco, concentrados em poucos países. A própria conveniência de um mecanismo baseado na poupança de divisas, nas condições financeiras atuais, acaba sendo questionada. Não se deveria deixar de levar em conta o caráter cíclico da disponibilidade de financiamento externo para a região – o que em si já justifica a presença de mecanismos como o CCR – mas claramente há necessidade de readaptação do mecanismo.

Neste sentido, vários estudos e reuniões já foram feitos, no âmbito da Aladi, para sugerir mudanças e enfrentar esses dilemas. Vários pontos foram objeto de discussão em seminário realizado em Montevideu, em abril de 2009: alguma forma de revisão da voluntariedade da canalização das operações, mudanças no sistema de garantias oficiais de reembolso, períodos de compensação, custos e montantes das linhas de crédito bilaterais e outros detalhes técnicos.²⁸ Os avanços parecem esbarrar, no entanto, nas divergências entre os membros e na dificuldade de romper uma certa inércia institucional, reveladores da falta de ânimo para relançar o convênio.²⁹

Em parte como resposta a todos esses problemas estruturais do CCR, passou a funcionar, em outubro de 2008, outro mecanismo para facilitar os pagamentos na região – o SML entre Brasil e Argentina. Como o próprio nome já deixa claro, as duas principais diferenças em relação ao acordo da Aladi dizem respeito à abrangência geográfica e à moeda utilizada para denominar as trocas. Ao contrário do anterior, também aqui não se trata de postergar pagamentos (e assim, na prática, de os países concederem/assumirem créditos entre si) ou economizar divisas, mas sim apenas de evitar os custos de transação associados aos pagamentos em dólar e reduzir a necessidade de crédito comercial também em moeda estrangeira. Pode-se dizer que o SML é, ao mesmo tempo, mais simples e mais adaptado aos tempos atuais. Mesmo que sua abrangência seja muito menor.

O sistema parte da definição de uma taxa de câmbio entre as moedas dos dois países participantes – real brasileiro e peso argentino. Esta cotação, definida diariamente

28. Os documentos preparatórios e apresentações estão disponíveis em: <<http://www.aladi.org/nsfaladi/reuniones.nsf/PConvenio>>.

29. Uma das providências concretas para dar prosseguimento às tentativas de reformulação do CCR seria uma sondagem, a ser feita entre o fim de 2009 e o início de 2010 com empresas, importadores, exportadores, bancos e demais agentes financeiros dos países participantes, em busca da identificação das principais dificuldades. Seus resultados devem ser divulgados no primeiro semestre de 2010. Ver a respeito as várias edições da *Carta de Montevideu*, informe da delegação brasileira junto à Aladi e ao Mercosul, disponíveis em: <<http://www.brasaladi.org.uy/cartademontevideu.htm>>.

com base nas taxas oficiais de cada moeda contra o dólar e divulgada pelo Banco Central do Brasil (BCB),³⁰ é mostrada no gráfico 3 até meados de fevereiro de 2010 – e aponta a acentuada perda de competitividade dos produtos brasileiros no mercado do país vizinho ao longo de 2009. Após o auge dos efeitos da crise financeira internacional sobre o mercado de câmbio brasileiro, a quantidade de reais necessários para comprar um peso argentino cai cerca de 35% em menos de um ano: de 0,7 em dezembro de 2008 para 0,45 em outubro de 2009. Além de parâmetro para os pagamentos em moeda local, a fixação e divulgação dessa taxa têm por objetivo desenvolver o mercado de câmbio entre as duas moedas, sem passar pelo dólar.



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Com base na taxa SML diária, as exportações e importações entre os dois países têm seus valores convertidos nas respectivas moedas nacionais. Serão esses os valores pagos pelos importadores (aos BCs) e recebidos pelos exportadores (dos BCs) sempre que uma operação for cursada pelo sistema. Tais pagamentos e recebimentos, obviamente, sempre utilizam como intermediários bancos locais cadastrados³¹ – que poderiam assim conceder créditos em moeda doméstica. Entre as autoridades

30. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?PROCEDTAXA>>.

31. São 22 instituições no Brasil e 24 na Argentina. A lista está disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?PROCEDINST>>.

monetárias, a compensação de cada operação cursada é feita do modo tradicional, utilizando o sistema bancário internacional em grande parte localizado em Nova York. O prazo máximo para essa compensação é de três dias, mas geralmente se dá em 24 horas – portanto não há assunção de risco privado pelos BCs.

Desde o início da operação do sistema, os registros são modestos. Nos 16 meses encerrados em janeiro de 2010, um total de 1.510 operações foram cursadas pelo SML, das quais 94% foram exportações brasileiras para o país vizinho. Em termos de valor, o total canalizado foi de R\$ 538 milhões (99% de vendas brasileiras). Esse fluxo representou, no agregado, 3,03% dos embarques totais do Brasil para a Argentina no período e apenas 0,04% das operações no sentido contrário (totalizando 1,63% do valor total do comércio bilateral).

A explicação para a concentração das operações canalizadas em apenas um dos sentidos parece envolver uma relutância dos exportadores argentinos em utilizar o mecanismo, indicando uma elevada preferência por receber em dólares. Como a trajetória do câmbio do real (contra o dólar) tem sido de apreciação, provavelmente isso também incentiva mais produtores brasileiros a optarem pela receita em moeda doméstica.

Mas os números consolidados fornecem uma visão demasiadamente negativa do início das operações do SML. Em primeiro lugar, porque a evolução ao longo dos meses é favorável, como representado no gráfico 4. O número de operações cresce de forma quase ininterrupta, e a participação relativa no comércio bilateral (quase toda concentrada em um dos lados do fluxo) apresenta trajetória ascendente, em meio a oscilações importantes. O número do último mês disponível – 7% em janeiro de 2010 – já pode ser considerado significativo. Referendando essa tendência ascendente, agregue-se o fato de que cerca de 65% das empresas que utilizaram o SML o fizeram mais de uma vez – o que revela satisfação com o mecanismo, confirmada pela ausência de qualquer reclamação por parte dos agentes envolvidos.³²

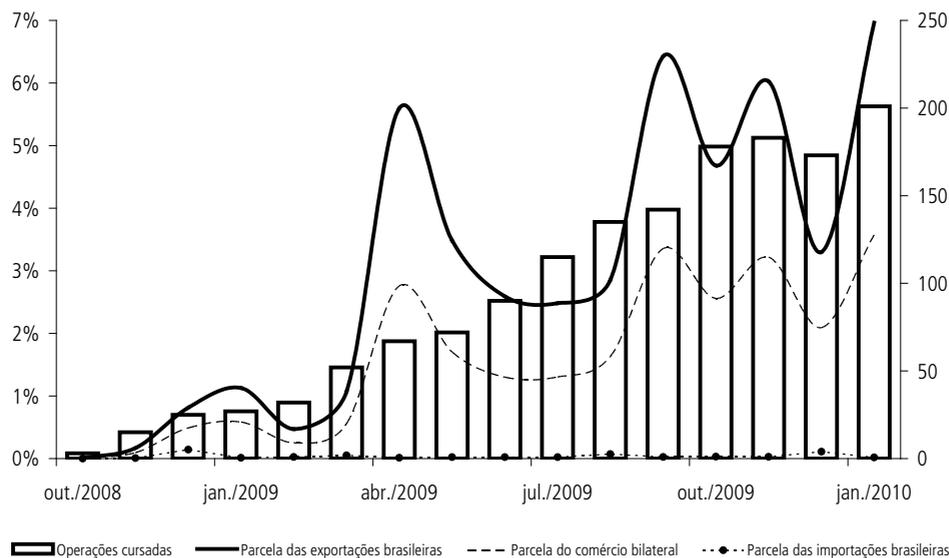
O segundo motivo para avaliar mais positivamente os meses iniciais do SML se refere ao tipo de empresa que tem recorrido ao mecanismo. Sendo um mecanismo voluntário, ele por definição não pode ser menos eficiente para o agente que o utiliza do que o curso

32. Informações colhidas junto a técnicos envolvidos na operação do SML.

tradicional de pagamentos. O sistema foi desenhado para atender, preferencialmente e neste início, a empresas cujo acesso ao mercado externo (para exportar e importar) é pequeno ou bloqueado pelos altos custos de transação – das operações comerciais em si ou do crédito em moeda estrangeira. Ao contrário das grandes companhias dos dois países – que, se nacionais, geralmente estão protegidas das variações do dólar pelos diferentes mecanismos de *hedge* disponíveis e se multinacionais têm sua lógica de operação permeada pela moeda estrangeira – para pequenas e médias a alternativa de pagar ou receber em moeda nacional tem representado uma economia de custos importante.³³

GRÁFICO 4
SML Brasil-Argentina: evolução da utilização e da importância relativa no comércio bilateral – outubro de 2008-janeiro de 2010

(Eixo direito, em número de operações absoluto)



Fontes: BCB e Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC). Elaboração própria.

Se o início, quando considerados esses fatores, aparece como promissor, o desafio parece ser o de expandir o uso do sistema em duas direções. De um lado, trata-se de criar incentivos para um maior uso, cobrindo fatias crescentes do intercâmbio bilateral (e até contribuindo para reforçar esses laços). Particularmente relevante seria o acoplamento de mecanismos de crédito em moeda doméstica para agentes envolvidos no comércio

33. Informações colhidas junto a técnicos envolvidos na operação do mecanismo detalham os custos evitados: comissões mais elevadas cobradas pelos bancos para a canalização tradicional das operações comerciais e a utilização de uma cotação (*spread* comprador-vendedor) desfavorável ao cliente. Reporta-se uma economia de 3% do valor da transação ao usar o SML.

exterior. Isso ajudaria a ampliar o leque de problemas enfrentados pelo mecanismo – não apenas os custos de transação relacionados seriam reduzidos, mas também a dependência do crédito comercial em moeda estrangeira.

Por outro lado, a ampliação da abrangência geográfica dos pagamentos em moeda local é também uma necessidade, até para tornar o mecanismo realmente regional e não apenas bilateral. Nesta direção, as intenções declaradas são expandir o mecanismo para os demais países do Mercosul. Entre o Uruguai e o Brasil, as tratativas estão bastante adiantadas: uma carta de intenções foi assinada em outubro de 2009, e as operações devem ser iniciadas ao longo de 2010 (em março e abril começariam os testes para isso). Em relação ao Paraguai, a implantação de um SML com os parceiros regionais parece ainda esbarrar em bloqueios técnicos: seria necessário primeiro informatizar o seu sistema doméstico de pagamentos, tornando *on-line* o relacionamento entre o BC e os bancos comerciais.

De qualquer forma, parece claro que, uma vez vencidas as dificuldades da implementação inicial entre Brasil e Argentina, replicar o mecanismo para outras duplas de países deve ser menos complicado. Assim, o SML parece uma alternativa mais simples e menos ambiciosa que o CCR, além de mais adaptada aos tempos atuais – em que a resistência a uma assunção pública de riscos privados é grande e a “escassez de dólares” ou o custo proibitivo do financiamento externo não são mais problemas que bloqueiam constantemente o comércio regional (pelo menos para os casos de Brasil e Argentina).

Uma última iniciativa sul-americana neste campo que merece ser citada – brevemente devido ao caráter incipiente e às várias dúvidas que ainda a cercam – é a proposta de um Sucre, que começa suas operações em 2010 no âmbito da Alba (inicialmente o acordo envolveria Bolívia, Cuba, Equador, Nicarágua e Venezuela).

As menções a uma moeda regional surgem nos discursos desde o lançamento desta união de países, mas o detalhamento da proposta e sua operacionalização ficaram a cargo da Comisión Presidencial para una Nueva Arquitectura Financiera Regional nomeada pelo governo do Equador.

Os poucos documentos e informações disponíveis³⁴ justificam a criação desse mecanismo com base nas dificuldades já explicadas do CCR e no fato de o SML não “romper com a lógica do dólar” – já que a compensação final segue sendo em moeda norte-americana, como também esclarecido. Igualmente são enfatizadas a necessidade de mecanismos de incentivo ao equilíbrio comercial dentro de um sistema de pagamentos regional e as vantagens da criação automática de liquidez que uma unidade de conta exclusivamente fiduciária geraria – completamente em linha com as ideias e propostas do Plano Keynes.

Para enfrentar essas questões, a proposta consiste na criação de uma moeda virtual – o sucre, mesma denominação da moeda equatoriana substituída oficialmente pelo dólar em 2000 – com base em uma cesta de moedas dos países participantes. Um órgão central de compensação seria responsável por calcular o valor desta unidade de referência e “emitir” certas cotas de sucre para cada país, de acordo com o peso econômico e comercial de cada um. Ao se decidir utilizar o mecanismo para uma determinada operação comercial, os pagamentos e recebimentos dentro de cada país (entre importadores, bancos comerciais, BCs, exportadores) seriam todos feitos em moeda doméstica. Entre os dois BCs envolvidos, seriam utilizados esses montantes previamente distribuídos de moeda virtual – cujos saldos líquidos seriam compensados ao final de determinado período.

Uma peculiaridade da proposta é que a adesão ao mecanismo seria não apenas voluntária, mas também “modular” e gradativa: cada governo decidiria que tipo de exportações e importações (em termos de produtos) seria canalizado pelo mecanismo. Ademais, é destacado o fato de que o sistema poderia ser carregado para outros sistemas de pagamento existentes na região.

Para além de uma série de indefinições técnicas que persistem mesmo depois de realizada a primeira operação,³⁵ alguns sérios desafios parecem claros para o esperado

34. Ver Comisión Presidencial... (2009), Paez (2009/2010) e Severo (2010). Análises externas sobre a proposta do Sucre podem ser encontradas em Sela (2009b) e Ponsot e Rochon (2009/2010).

35. Severo (2010) relata a exportação de 360 toneladas de arroz da Venezuela para Cuba em fevereiro de 2010. A taxa de câmbio da moeda de referência teria sido estabelecida em 1,25 sucre por dólar, e a descrição feita do mecanismo neste documento o aproxima dos já existentes na região – CCR e SML. Não há qualquer menção ou definição dos pontos críticos levantados acima: incentivo ao equilíbrio comercial, geração automática de liquidez etc.

progresso do mecanismo. A começar pela complexidade técnica, envolvida tanto na construção de uma cesta de moedas em uma região marcada por choques externos e ausência de qualquer coordenação de políticas cambiais, como nos critérios para a seleção dos produtos a utilizarem o sucre no comércio internacional. Um obstáculo mais concreto são os baixíssimos níveis de comércio entre os membros da Alba: o máximo atingido, em 2002, foi de 6% do comércio total, caindo para menos de 2% em 2008.

Tudo considerado – e descontado o caráter muito incipiente da proposta, ainda em fase de testes e estudos – parece ser uma iniciativa com futuro mais desafiador do que promissor. A introdução de elementos operacionais complicadores e a ênfase em um objetivo com conotação mais política do que propriamente econômica – o “descolamento da lógica do dólar” – parecem tornar a proposta difícil de implementar na prática. Além disso, a restrição a um pequeno grupo de países da América do Sul – unidos muito mais por laços políticos do que econômicos – é também fator de enfraquecimento, além de ser sinalização adicional da disputa pela hegemonia ideológica na condução do processo de integração regional.

5 POLÍTICAS E POSICIONAMENTOS DO BRASIL

O Brasil é, por alguns motivos complementares, o candidato natural a liderar o processo de integração sul-americana como um todo e em sua dimensão financeira em particular. À extensão territorial, tamanho da população, poder militar, diversidade cultural e estabilidade institucional/democrática, deve-se obviamente acrescentar a dimensão da economia brasileira em relação aos seus vizinhos como inegáveis recursos de poder neste processo. Mas o poder econômico, para os aspectos da integração que aqui se examina, não se esgota na comparação entre os PIBs.

Nas duas frentes de dificuldades financeiras que historicamente marcaram a região – a vulnerabilidade do balanço de pagamentos às oscilações na conjuntura internacional e a ausência de mecanismos adequados de financiamento de longo prazo – a posição brasileira é relativamente muito mais confortável do que a de seus vizinhos. E essa assimetria vem se aprofundando ao longo dos últimos anos. Dessa maneira, analisar a atuação no processo de integração financeira regional deve levar

em conta a considerável melhora na posição financeira externa do país – simbolizada principalmente pelo estoque de reservas internacionais de mais de US\$ 240 bilhões – e o inegável aprofundamento financeiro – que tomou a forma de uma elevação dos volumes e da importância do mercado de capitais domésticos, mas, principalmente, da expansão do crédito bancário. Sobre esse último aspecto, deve-se destacar não apenas a existência do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – entidade sem paralelo em qualquer outro país da região – mas também o fortalecimento dos grandes bancos privados brasileiros, que expandem sua atuação para o exterior, inclusive (e talvez principalmente) nos vizinhos da região.

Com isso em mente, pode ser mapeada a atuação do país nas iniciativas e instituições relativas ao financiamento de curto prazo na integração sul-americana (a primeira das três dimensões do processo). Da mesma forma que na seção anterior, no entanto, breves comentários podem ser feitos sobre a atuação do país nos outros dois níveis de cooperação.

Quanto ao segundo deles – iniciativas para o financiamento de longo prazo – cabe destacar a efetiva participação do país nas principais iniciativas existentes. A participação brasileira na CAF – tanto em termos do capital quanto da tomada de financiamentos – vem crescendo consideravelmente nos últimos anos,³⁶ e a atuação nas negociações do Banco do Sul pode ser considerada decisiva: tanto para fazer a proposta tornar-se concreta quanto para definir melhor o seu papel exclusivamente de banco de fomento. Sem contar a condição de sócio majoritário da instituição.³⁷

Mas deve ainda ser apontado outro lado da posição do Brasil nesta área, em meio a esse protagonismo nas instituições regionais existentes. O BNDES vem ampliando consideravelmente suas operações na América do Sul, tornando-se cada vez mais um banco nacional com cobertura regional (GUDYNAS, 2008). As últimas cifras disponíveis (em meados de 2009) davam conta de uma carteira de mais de US\$ 15 bilhões em projetos aprovados e em análise na região – cerca de 50% maior do

36. O Brasil ampliou recentemente sua fatia para US\$ 190 milhões no total do capital pago da instituição, e prosseguem as tratativas para ascender a membro pleno (detentor de “ações tipo A”) daquela instituição. Do mesmo modo, vêm sendo ampliados os financiamentos da CAF para projetos no Brasil: de uma fatia de apenas 0,85% em 2004, o país passou a receber 16,3% do total desembolsado em 2008. Mais informações em: <www.caf.com>.

37. O Brasil, junto com Argentina e Venezuela, deveria contribuir com cerca de US\$ 2 bilhões para o início das operações do banco (com os demais membros completando o total de US\$ 9 bilhões pagos, de um montante de US\$ 20 em capital subscrito).

que a da CAF. Isso de certa forma atende aos interesses e prioridades do Brasil e é extremamente benéfico à integração regional (em especial na carente área de grandes obras de infraestrutura), mas tende a gerar atritos e resistências, já que financia apenas empresas brasileiras e, não sendo propriamente um órgão regional, não desfruta das vantagens decorrentes do “sentido de pertencimento” apontado por Ocampo (2006).³⁸

Em relação à terceira frente de iniciativas – cooperação macroeconômica – o que se pode dizer é que o Brasil não foge à regra da ausência de comprometimento com a harmonização regional de políticas, mesmo quando permeada por declarações ou acordos nesta direção, que não produzem resultados concretos. Sobre os mecanismos relativos ao primeiro nível, há vários pontos a chamar a atenção, em relação às diferentes iniciativas.

5.1 FINANCIAMENTO DE CURTO PRAZO: O BRASIL E O COMPARTILHAMENTO DE RESERVAS

A atuação do Brasil no que se refere às iniciativas para o financiamento de curto prazo pode ser dividida, tal como feito na seção anterior, de acordo com o tipo de atuação: compartilhamento de reservas ou mecanismos para facilitação de pagamentos.

Em relação ao Flar, o país não faz parte e não há nenhuma intenção oficial declarada de se tornar membro. Mas a posição atual e futura da economia brasileira – não apenas em relação ao estoque de reservas internacionais, mas também às perspectivas de médio prazo de solidez na situação externa, em grande parte por conta das receitas de exportação do petróleo da camada pré-sal – faz com que a adesão ao Flar possa ser discutida em outras bases. Seria uma opção a se considerar, por algumas razões complementares.

A começar pela dimensão quantitativa. Se o país entrasse com uma contribuição proporcionalmente equivalente à média dos atuais membros (1,6% do estoque de reservas internacionais, que no Brasil atualmente estão em torno de US\$ 240 bilhões), o capital pago do fundo saltaria de US\$ 1,8 bilhão para US\$ 5,8 bilhões. Seria uma extraordinária mudança de patamar para a instituição, que teria sua capacidade de desempenhar (bem) seus papéis muito ampliada. Mesmo que um percentual bem menor fosse aplicado, a diferença já seria grande.

38. Sobre a atuação do BNDES na integração regional, ver também Deos *et al.* (2009).

Certamente, dadas as dimensões assimétricas, esta adesão brasileira não teria efeito nenhum em termos de aumento da proteção do país contra dificuldades externas. Os ganhos seriam de outra natureza, indiretos. A ampliação do “escudo de proteção” à disposição de outras economias menores e mais vulneráveis significaria objetivamente maior capacidade de conter crises cambiais em seu início. Reduzir-se-ia, portanto, o risco de contágio regional. Seria uma ação brasileira solidária e exatamente oposta ao padrão de resposta a momentos de dificuldade que tem prevalecido: a tentativa de diferenciação em relação aos vizinhos (que se provou infrutífera e deletéria ao próprio processo de integração). Talvez essa seja a grande vantagem: o sentido político de reforço à solidariedade regional em uma área que, historicamente, se provou crítica para as possibilidades de desenvolvimento na região.

Por outro lado, o Brasil não estaria apenas ajudando aos vizinhos por meio de um “desperdício” de uma parcela marginal de seu estoque de reservas. Como discutido anteriormente, o Flar tem ótima avaliação de risco e gestão profissional dos recursos nele alocados – e inclui entre seus objetivos justamente oferecer uma alternativa vantajosa para aplicação das reservas internacionais. No momento em que se discute a criação de fundos de riqueza soberana no país ou outras formas de alocar parte desse estoque de riqueza em moeda estrangeira, este fundo poderia ter suas combinações de risco/retorno levadas em consideração.

Por fim, a possibilidade de esta instituição emitir títulos no exterior na moeda dos países-membros (contribuindo para a superação do “pecado original”) poderia também ser levada em conta ao avaliar os benefícios de uma adesão brasileira. Parece ser objetivo estratégico da política econômica brasileira ampliar a aceitação do real em transações internacionais e principalmente regionais. Um fundo que tem conseguido, de maneira bastante satisfatória, separar o risco de crédito do cambial, pode ser um canal para isso. E, considerados os números relativos fornecidos acima, o papel da moeda brasileira na movimentação do fundo tenderia a ser predominante.

Ainda no que se refere ao compartilhamento de reservas, uma ação isolada em agosto de 2009 parece reveladora das intenções brasileiras neste aspecto. Foi anunciado, ainda em meio às tentativas de enfrentar os efeitos da crise financeira global, um acordo de *swap* de reservas com a Argentina que envolve valores (em pesos e reais) equivalentes a US\$ 1,8 bilhão. Uma leitura benigna – em linha com as declarações oficiais à época –

poderia interpretar o ato como demonstração da preocupação brasileira com a solidez das contas externas da região, importante para os próprios interesses do país. Por outro lado, essa “boa vontade”, como argumentado acima, encontraria benefícios adicionais e a institucionalidade já consagrada no Flar.

5.2 FACILITAÇÃO DE PAGAMENTOS: O BRASIL, O CCR E O SML

No que se refere ao CCR, a atuação brasileira também tem sido marcada por certa ambiguidade. De um lado, o BCB tem sido nos últimos anos um dos mais ativos na limitação – por meio de normativos internos – das possibilidades de utilização do convênio para canalizar importações brasileiras dos países da Aladi.³⁹ A justificativa, como já comentado, é a de evitar assumir riscos privados – o que inevitavelmente ocorre dadas as garantias constitutivas do convênio: conversibilidade, transferibilidade e reembolso. Não parece, de resto, haver grande esforço das autoridades para revitalizar o convênio ou adaptá-lo aos novos tempos. Portanto o país vem contribuindo decisivamente (dado o peso da economia brasileira no comércio intrarregional) para o declínio da importância do convênio, particularmente das importações brasileiras cursadas pelo mecanismo – o Brasil acumula fortes saldos credores a cada quadrimestre, resultado do seu uso quase que exclusivamente para exportações.

Este é justamente o outro lado da atuação brasileira. O país tem sido beneficiado pelas mesmas garantias evitadas por seu BC, ao cursar pelo convênio parte importante das suas exportações de serviços de engenharia para os países da região. Particularmente, grandes obras de infraestrutura realizadas por construtoras brasileiras em países vizinhos têm seus pagamentos garantidos pelo CCR: mesmo que contratadas por agentes privados, tais dívidas se tornam automaticamente responsabilidade das autoridades monetárias. E, caso haja inadimplência destas com o BCB, o *default* não seria apenas com o Brasil, mas sim com toda a rede de créditos bilaterais do convênio – o que reduz consideravelmente o risco dessas operações. O financiamento doméstico dessas exportações também acaba em muito beneficiado pelas garantias do CCR. Elas viabilizam a concessão de créditos pelo BNDES, em moeda doméstica e em condições muito mais favoráveis.⁴⁰

39. O acompanhamento das normas internas a cada país é feito pela Aladi, que disponibiliza os documentos em: <http://www.aladi.org/nsfaladi/arquitec.nsf/VSITIOWEB/Normativas_de_Bancos_Centrales>.

40. Sobre o papel do CCR na viabilização do financiamento à infraestrutura regional pelo BNDES, ver Rüttimann *et al.* (2008).

Foram estas as questões levantadas quando da ameaça, em 2008, de não pagamento de dívida por parte do governo equatoriano à construtora Odebrecht – que construía a Usina Hidrelétrica San Francisco naquele país, com financiamento do BNDES viabilizado pelas garantias do CCR. Como argumentaram autoridades brasileiras à época, o problema não era entre uma empresa privada brasileira e o contratante equatoriano, mas sim entre os respectivos governos, o banco de desenvolvimento brasileiro e o convênio como um todo – que corria o risco de ser inviabilizado dados os elevados montantes envolvidos na operação (US\$ 286 milhões, sendo US\$ 243 milhões financiados pelo BNDES).

Por fim, ainda no que se refere aos sistemas de pagamento, o lançamento e os progressos envolvendo o SML – incluindo as tratativas para a ampliação do mecanismo para os outros membros do Mercosul – também sinalizam a disposição brasileira de enfrentar o problema dos pagamentos em âmbito regional. Com a vantagem de não incorrer em todos os problemas derivados das garantias e dos custos financeiros do CCR. Assim como no caso do *swap* cambial com a Argentina, a opção parece ser a de uma atuação concentrada (pelo menos inicialmente) nos vizinhos mais próximos e mais relevantes. O desafio segue sendo, portanto, o de expandir as iniciativas para os demais países da região.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo partiu de uma determinada interpretação sobre o contexto financeiro internacional contemporâneo e procurou focar as possibilidades e desafios da inserção brasileira neste quadro do ponto de vista regional. Mais especificamente, considera-se que a globalização financeira é marcada por uma série de assimetrias e que, no que se refere ao financiamento externo de países em desenvolvimento, a marca principal tem sido a oscilação cíclica nas condições de liquidez. Nem a crise global de 2008-2009 nem a significativa melhora nas condições externas da economia brasileira (que permitiram inclusive um enfrentamento muito menos doloroso desta época de dificuldades) parecem ter alterado, estruturalmente, esta realidade.

Se esta hipótese inicial está correta, justifica-se a busca por estratégias de inserção financeira externa prudente e soberana, distantes dos cânones da abertura financeira

que dominaram as recomendações e práticas em tempos recentes. Discutiram-se aqui os potenciais benefícios e papéis a serem desempenhados pelos esforços de cooperação regional em matéria monetária e financeira nesta busca. O destaque foi dado para a dimensão de curto prazo dessa cooperação financeira e, neste campo, há argumentos suficientes para justificar a existência e o aprofundamento das iniciativas de apoio mútuo.

Quando se passa para o exame da realidade concreta na América do Sul, o quadro que emerge é de luzes e sombras. De um lado, um conjunto de iniciativas já existentes e/ou em processo de criação, em grande parte operando com resultados bastante satisfatórios apesar das dimensões reduzidas, e um enorme espaço para – e necessidade de – avanços. De outro, uma série de desafios e problemas, alguns específicos e outros comuns ao processo de integração regional como um todo: a proliferação muitas vezes infrutífera de novas instituições, as disputas pela liderança do processo, a falta de consenso quanto a estratégias de mais longo prazo, particularmente explícita na ausência de qualquer tipo de coordenação macroeconômica.

Quando se avalia a atuação do Brasil nesta dimensão da integração sul-americana, as informações e evidências aqui apresentadas também não autorizam diagnósticos ou conclusões inequívocos. Se é obviamente impossível negar o papel de protagonista do país em todos os processos em que está envolvido, e a prioridade conferida ao tema na agenda da política externa, há por outro lado sinais de ambiguidade e/ou de preferência por determinados subgrupos de países vizinhos. As posições diante da questão das garantias embutidas no CCR e (aspecto não aprofundado aqui) o papel do BNDES no financiamento da integração são exemplos do primeiro tipo de fenômeno. Já a preferência pelas relações com a Argentina e eventualmente outros sócios do Mercosul no que se refere à facilitação de pagamentos e ao compartilhamento de reservas pode sugerir uma opção por um comprometimento mais seletivo com a integração regional.

A sensível melhora na situação atual do país no que se refere à vulnerabilidade externa bem como as perspectivas de médio prazo neste aspecto até justificariam uma postura de indiferença ou tentativa de diferenciação em relação aos vizinhos (principalmente àqueles em pior situação neste quesito). Não parece ser essa a opção estratégica predominante atualmente. Mesmo considerando todos os dilemas característicos da integração sul-americana, é possível afirmar que aprofundar a atuação brasileira nas direções aqui mapeadas, expandindo em termos de valores e abrangência

geográfica o seu protagonismo no processo, tende a ser a postura mais condizente com um projeto de inserção soberana em um mundo em transformação mas ainda profundamente assimétrico, principalmente em questões financeiras.

REFERÊNCIAS

AIZENMANN, J.; LEE, J. **International reserves: precautionary vs. mercantilist views, theory and evidence.** 2005 (IMF Working Paper, n. WP/05/198).

ALADI. **Convenio de pagos y créditos recíprocos: reflexiones sobre su funcionamiento y algunos temas que podrían ser objeto de discusión para sud inamización.** 2009. Disponível em: <<http://www.aladi.org/nsfaladi/reuniones.nsf/PConvenio>>

ARAGÃO, J. M. Los sistemas de pagos latinoamericanos. **Integración Latinoamericana**, n. 94, p. 3-28, 1984.

BAELE, L. *et al.* Measuring European financial integration. **Oxford Review of Economic Policy**, n. 20, v. 4, p. 509-530, 2004.

BATISTA JÚNIOR, P. N. A América do Sul em movimento. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 2, p. 226-238, 2008.

BIANCARELI, A. M. **A visão convencional sobre a abertura financeira e suas mutações recentes: uma resenha crítica.** IE/UNICAMP, 2008 (Texto para Discussão, n. 143).

_____. **International liquidity cycles to developing countries in the financial globalization era.** Artigo apresentado na 11ª Reunión de Economía Mundial, Huelva, maio 2009.

_____. **The financial dimension of South American integration: an assessment of the initiatives and a tentative quantification.** 2010. Mimeografado.

CÁRCAMO, R. **Foundations of macroeconomic policy coordination: fostering dialogue as a policy tool in Latin America.** Santiago: Cepal, 2005 (Serie Macroeconomía del Desarrollo, n. 39).

CARVALHO, C. E. *et al.* Banco do Sul: a proposta, o contexto, as interrogações e os desafios. In: VADELL, J.; CAMPOS, T. (Org.). **Os novos rumos do regionalismo e as alternativas políticas na América do Sul.** Belo Horizonte: Editora da PUC/MG, 2009.

CARVALHO, F. C. Bretton Woods aos 60 anos. **Novos Estudos CEBRAP**, n. 70, p. 51-63, 2004.

CEPAL. **Compensación multilateral de pagos internacionales en América Latina**. E/CN. 12/87, 1949.

COHEN, B. **The geography of money**. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

COMISIÓN PRESIDENCIAL PARA UNA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA REGIONAL Y EL BANCO DEL SUR. **Resumen de los elementos técnicos de la configuración del Sistema Unitario de Compensación Regional (Sucre)**. Quito: Republica del Ecuador, 2009.

CUNHA, A. M. **Integração monetária e financeira em condições periféricas**: as experiências recentes da Ásia e da América Latina. Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, 2008 (Cadernos do Desenvolvimento, n. 5).

DEOS, S. de *et al.* **Estudos transversais**: perspectivas do investimento na dimensão do Mercosul e da América Latina. Rio de Janeiro: BNDES, Projeto PIB – Perspectivas do Investimento no Brasil, 2009.

EICHENGREEN, B. **Reconstructing Europe's trade and payments**. Manchester: Manchester University Press, 1993.

_____. **Insurance underwriter or financial development fund**: what role for reserve pooling in Latin America? Santiago: Cepal, 2007 (Serie Financiamiento del Desarrollo, n. 186).

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. Original sin: the road to redemption. In: EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. (Ed.). **Other people's money**: debt denomination and financial instability in emerging-market economies. Chicago: University of Chicago Press, 2005.

GARCIA, M. A. O lugar do Brasil no mundo. In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Org.). **Brasil, entre o passado e o futuro**. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2010.

GUDYNAS, E. **Instituições financeiras regionais na América Latina**. Irca, 2008. Disponível em: <www.ircamericas.org>

GUIMARÃES, S. P. **O mundo multipolar e a integração sul-americana**. 2008. Disponível em: <<http://www.cartamaior.com.br>>

HAUSSMANN, R.; PANIZZA, U. **Redemption or abstinence?** Original sin, currency mismatches and counter-cyclical policies in the new millenium. 2010 (CID Working Paper, n. 194).

IMBS, J.; MAURO, P. **Pooling risk among countries**. 2007 (IMF Working Paper, n. WP/07/132).

KEYNES, J. M. A união internacional de compensação. 1943. In: SZMRECSÁNYI, T. (Org.). **Keynes**. São Paulo: Ática, 1984. p. 197-207.

KRUGMAN, P. The international role of the dollar: theory and prospects. In: KRUGMAN, P. (Ed.). **Currency and crises**. Cambridge: MIT Press, 1995.

MACHINEA, J. L.; ROZENWURCEL, G. ¿Tiene futuro la coordinación macroeconómica em América Latina? In: OCAMPO, J. A. (Org.). **Cooperación financiera regional**. Santiago: Cepal, 2006 (Libros de la Cepal, n. 91).

MACHINEA, J. L.; TITELMAN, D. ¿Um crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales. **Revista de la Cepal**, n. 91, p. 7-27, 2007.

MEDEIROS, C. A. **Os dilemas da integração sul-americana**. Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, 2008 (Cadernos do Desenvolvimento, n. 5).

OCAMPO, J. A. El comercio intrarregional y el problema de pagos. **Comercio Exterior**, v. 34, n. 4, p. 350-357, 1984.

_____. La cooperación financiera regional: experiências y desafíos. In: OCAMPO, J. A. (Org.). **Cooperación financiera regional**. Santiago: Cepal, 2006 (Libros de la Cepal, n. 91).

_____.; TITELMAN, D. Subregional financial cooperation: the South American experience. **Journal of Post-Keynesian Economics**, v. 32, n. 2, p. 249-268, 2009/2010.

OSTRY, J. D. *et al.* **Capital flows: the role of controls**. 2010 (IMF Staff Position Note, n. SPN/10/04).

PAEZ, P. The Ecuadorian proposal for a new regional financial architecture. **Journal of Post-Keynesian Economics**, v. 32, n. 2, p. 163-172, 2009/2010.

PONSOT, J.; ROCHON, L. South America and a new financial architecture. **Journal of Post-Keynesian Economics**, v. 32, n. 2, p. 155-162, 2009/2010.

PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 9, n. 2, p. 263-288, 2005.

RODRIK, D. **The social cost of foreign exchange reserves**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2006 (NBER Working Papers, n. 11.952).

RÜTTIMANN, A. B. *et al.* CCR: seu papel no financiamento à infra-estrutura. **Revista do BNDES**, v. 14, n. 29, p. 81-114, 2008.

SAGASTI, F.; PRADA, F. Bancos regionales de desarrollo: una perspectiva comparada. In: OCAMPO, J. A. (Org.). **Cooperación financiera regional**. Santiago: Cepal, 2006 (Libros de la Cepal, n. 91).

SÁNCHEZ-GÓMEZ, M. **Coordinación macro-fiscal en procesos de integración.** Experiencias y desarrollos posibles en Latinoamérica. Santiago: Cepal, 2006 (Serie Macroeconomía del Desarrollo, n. 48).

SELA. Sistema Económico Latinoamericano y del Caribe. **Experiencias de cooperación monetaria y financiera en América Latina y el Caribe.** Balance crítico y propuestas de acción de alcance regional. Caracas: Sela, 2009a (SP/Di, n. 10-09).

_____. **El sistema único de compensación regional (Sucre):** propósitos, antecedentes y condiciones para su avance. Caracas: Sela, 2009b (SP/Di, n. 1-09).

SEVERO, L. M. El Sucre: un instrumento para la integración. **Boletín Informativo Noticias del ALBA**, año VI, n. 45, 18 feb. 2010. Disponible em: <<http://www.alianzabolivariana.org/>>

TITELMAN, D. La cooperación financiera en el ámbito subregional: las experiencias de América Latina y el Caribe. In: OCAMPO, J. A. (Org.). **Cooperación financiera regional.** Santiago: Cepal, 2006 (Libros de la Cepal, n. 91).

UNCTAD. **Trade and development report: regional cooperation for development.** New York and Geneva: UNCTAD, 2007.

VAILLANT, M. **Convergencias y divergencias em la integración sudamericana.** Santiago: Cepal, 2007 (Serie Comercio Internacional, n. 83).

VEIGA, P. M.; RIOS, S. **O regionalismo pós-liberal na América do Sul:** origens, iniciativas e dilemas. Santiago: Cepal, 2007 (Serie Comercio Internacional, n. 82).

YAMAGUCHI, E. **Convênio de pagamentos e créditos recíprocos (CCR):** sua evolução e importância para o comércio regional brasileiro. São Paulo: FAPESP, relatório de iniciação científica, 2003.

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Eliezer Moreira

Elisabete de Carvalho Soares

Fabiana da Silva Matos

Gilson Baptista Soares

Lucia Duarte Moreira

Míriam Nunes da Fonseca

Editoração

Roberto das Chagas Campos

Aeromilson Mesquita

Camila Guimarães Simas

Carlos Henrique Santos Vianna

Maria Hosana Carneiro Cunha

Capa

Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

Livraria do Ipea

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Tiragem: 500 exemplares



Ipea – Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada



SECRETARIA DE
ASSUNTOS ESTRATÉGICOS
DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA

