

3 INSERÇÃO EXTERNA E FINANCIAMENTO: NOTAS SOBRE PADRÕES REGIONAIS E INICIATIVAS PARA A INTEGRAÇÃO NA AMÉRICA DO SUL

André Martins Biancareli*

INTRODUÇÃO

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. O foco do presente texto são as dimensões monetárias e financeiras desse fenômeno mais amplo; e neste aspecto, de maneira muito mais explícita do que em outros, os fracassos e frustrações, particularmente para as economias em desenvolvimento, são notórios.

Conforme desenvolvido em Biancareli (2007), parte-se da concepção de que o sistema monetário e financeiro contemporâneo é caracterizado por uma

* Professor do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON), da mesma instituição. O autor agradece aos comentários feitos pelos vários participantes da reunião de 29 e 30/11/2007, no Instituto de Economia da UNICAMP, a uma versão anterior do texto, obviamente isentando-os de qualquer responsabilidade sobre as imperfeições que persistem.

dinâmica estruturalmente especulativa e que suas relações com as economias periféricas (emissoras de moedas inconvertíveis) são marcadas por três tipos de assimetrias: a monetária, a financeira e a macroeconômica. Em termos mais concretos, essa 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 (com fortes impactos sobre as variáveis cambiais e monetárias, as contas do balanço de pagamentos e as condições financeiras domésticas), e o determinante último dos grandes movimentos é exógeno aos países que mais sofrem, nas duas fases, os seus impactos. Desde 1990¹ observam-se dois grandes ciclos: o primeiro até 2002 (dividido em uma fase de “cheia”, que dura até 1997, e uma de “seca” a partir de 1998) e o segundo de 2003 até os dias atuais — provavelmente encerrando a sua fase de “cheia”.

Uma das conseqüências das crises financeiras que marcaram a fase de “seca” foi a reabertura do debate sobre a reforma na arquitetura financeira internacional, no qual não faltaram propostas — de variadas colorações políticas e ideológicas — para tal fim. No entanto, essas discussões acabaram tendo pouquíssimos desdobramentos práticos, e provavelmente esse tema seguirá tendo, para o chamado *mainstream economics*, interesse apenas acadêmico sem qualquer sentido de urgência em termos políticos, enquanto perdurar a fase de liquidez internacional abundante.²

Paralelamente, também é característica dos tempos de globalização o fenômeno descrito pelos estudiosos das relações econômicas internacionais como “regionalismo aberto”: em paralelo à maior integração no plano global (como contraponto ou, nas formulações mais apoloéticas, como *building blocks* dessa maior extroversão multilateral), acentuam-se as integrações regionais, principalmente por meio de uma complexa teia de acordos de livre-comércio.³ Na

¹ 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.

² Uma visão panorâmica do debate sobre reforma na arquitetura financeira internacional, com leitura crítica de seus resultados, é fornecida por Griffith-Jones (2002).

³ Para um *survey* da literatura sobre o regionalismo aberto, ver Kuwayama (1999). Uma perspectiva crítica mais recente é apresentada em UNCTAD (2007, cap. III).

América do Sul — que parece uma unidade de análise mais adequada⁴ —, o processo tem origem ainda no final dos anos 1980 com a criação do Mercosul (ou antes: a Comunidade Andina de Nações, CAN existe institucionalmente pelo menos desde 1979) e tem avançado a duras penas, com progressos muito mais notáveis (ainda que sujeitos a recuos e disputas) no âmbito comercial. Na primeira década do século XXI, influenciado pelas mudanças políticas e ideológicas mais gerais que parecem tomar conta do sub-continente, o processo ganha novo fôlego e, aparentemente, novo conteúdo e pretensões, ainda que se apresente repleto de limites e contradições, como apontado por Veiga & Rios (2007). O “regionalismo pós-liberal”, na expressão desses autores, se materializou na rejeição da ALCA ao modo como foi proposto pelos Estados Unidos e, de maneira positiva, nas sugestões de união da CAN e do Mercosul, formando uma União ou Comunidade Sul-americana de Nações (UNASUR ou CSAN⁵), ou ainda por iniciativas como as da Alternativa Bolivariana para as Américas (ALBA) por parte do governo venezuelano em conjunto com Cuba, Nicarágua e Bolívia.

De qualquer modo — e voltando para os aspectos da integração que mais interessam aqui —, parece claro que, se o objetivo é caminhar para formas mais avançadas de cooperação que transcendam os acordos de comércio, ganham relevância os aspectos financeiros. Como será discutido em mais detalhes na segunda seção deste texto, iniciativas nessa direção são uma exigência das crescentes relações econômicas regionais. E, por outro lado, surgem como uma resposta

⁴ Como aponta Batista Jr. (2006, p. 1): “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”.

⁵ A “data de nascimento” da UNASUL geralmente é atribuída à Cúpula Presidencial Sul-Americana realizada em Cuzco-Ayacucho (Peru) em 08 e 09/12/2004. O encontro de Brasília (em 30/09/2005) seria o primeiro na nova instituição. Vaillant (2007) apresenta, na sua página 16, um quadro resumo das diferentes *cumbres sudamericanas* que materializam a comunidade. Gudynas (2006), em análise preparatória para a reunião de Cochabamba (dezembro de 2006) faz uma retrospectiva crítica da trajetória até ali. Consultar também, para um registro oficial dos contornos e intenções da iniciativa, CER (2006) — o documento final de uma comissão estratégica de reflexão formada por representantes presidenciais e que se propunha a definir “um novo modelo de integração” em direção à Comunidade Sul-americana de Nações.

alternativa — um contraponto ou complemento — às insuficiências e problemas do sistema monetário e financeiro internacional, tanto do ponto de vista de suas características intrínsecas mais perversas (assimetrias, instabilidade, ciclos de liquidez) como da inadequação das instituições multilaterais dedicadas a esses temas.

Nesse contexto, o objetivo do presente trabalho é fornecer um primeiro conjunto de subsídios (mais indagações do que certezas) para o estudo e a reflexão acerca da integração financeira na América do Sul. Pretende-se, em uma primeira parte, caracterizar, por meio de um panorama comparativo (principalmente em relação aos emergentes asiáticos), tanto os padrões de inserção dos principais países sul-americanos na globalização financeira, como o perfil dos seus respectivos sistemas financeiros domésticos. De posse desse quadro, em uma segunda parte é feita uma rápida revisão das discussões teóricas sobre as frentes de integração monetária e financeira e são mapeadas algumas iniciativas concretas feitas nessa direção, na América do Sul. Como ponto de partida para um esforço de pesquisa mais aprofundado, procura-se também levantar uma série de questões e possibilidades de investigação futura. Breves considerações finais encerram o texto.

I. PADRÕES DE INSERÇÃO E SISTEMAS FINANCEIROS DOMÉSTICOS

Qualquer reflexão acerca da necessidade, viabilidade e contornos de um processo de integração econômica — e, no caso específico aqui tratado, no campo das relações monetárias e financeiras — deve partir de um esforço de diagnóstico que dê conta da realidade em foco e ilumine os caminhos futuros de investigação. Neste trabalho, o primeiro passo é retratar de maneira breve a situação financeira dos países sul-americanos, fazendo uso do contraste com outras economias emergentes (particularmente as asiáticas) — tanto na sua dimensão externa como na interna. O objetivo é explicitar os resultados mais duradouros de mais de uma década de “globalização” das relações financeiras.

Em uma primeira etapa, o foco recai sobre os padrões de inserção financeira na economia internacional, retratados por meio dos dados de ativos e passivos externos, e de outras informações relevantes extraídas das contas dos balanços de pagamentos. Na seqüência, repete-se o procedimento para as estruturas financeiras domésticas — outra face dos problemas estruturais das economias sul-ameri-

canas não resolvida pelas transformações dos últimos tempos e que precisa ser levada em conta nos esforços de integração. Trabalha-se aqui com um conjunto de “economias emergentes” que, se não engloba todos os sul-americanos (ficam faltando Paraguai, Bolívia, Guiana e Suriname), dá conta de seus representantes mais importantes e permite a construção do quadro descritivo mais geral.⁶

I.i. Padrões regionais de inserção na globalização financeira

Há várias formas de se caracterizar um padrão de inserção externa em seus aspectos financeiros. O uso de dados de ativos e passivos externos permite uma descrição do quadro de um ponto de vista mais estrutural.⁷ Para quantificar o perfil de tal inserção, geralmente se faz uso do indicador de integração financeira (ativos + passivos) em relação ao PIB. Dadas as imperfeições dessa medida (principalmente por conta da influência do tamanho de cada economia: os maiores aparecem sempre como menos integrados), buscou-se aqui outros índices: a posição externa líquida (ativos – passivos)/PIB; a integração financeira em relação à corrente comercial (que permite medir a “via preferencial”, produtiva ou financeira, de relacionamento econômico com o resto do mundo);⁸ e indicadores de solvência e de liquidez (que medem a capacidade de pagamento de cada país no longo e no curto prazo, respectivamente).

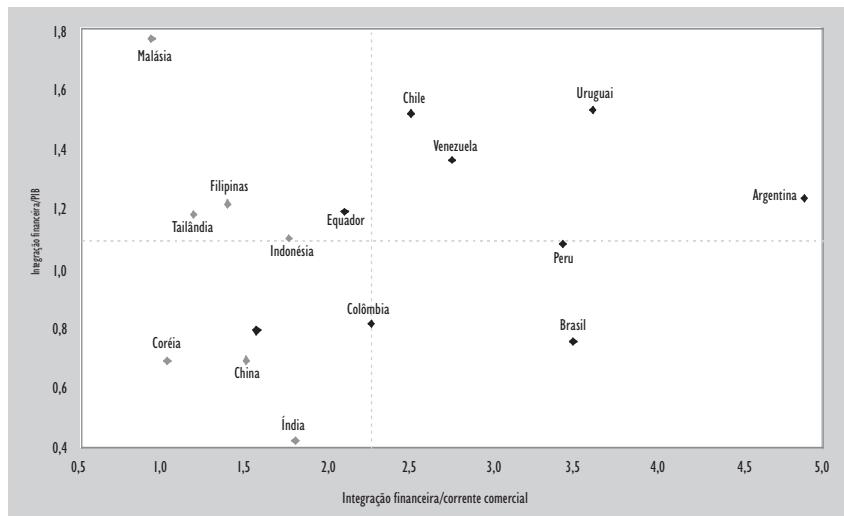
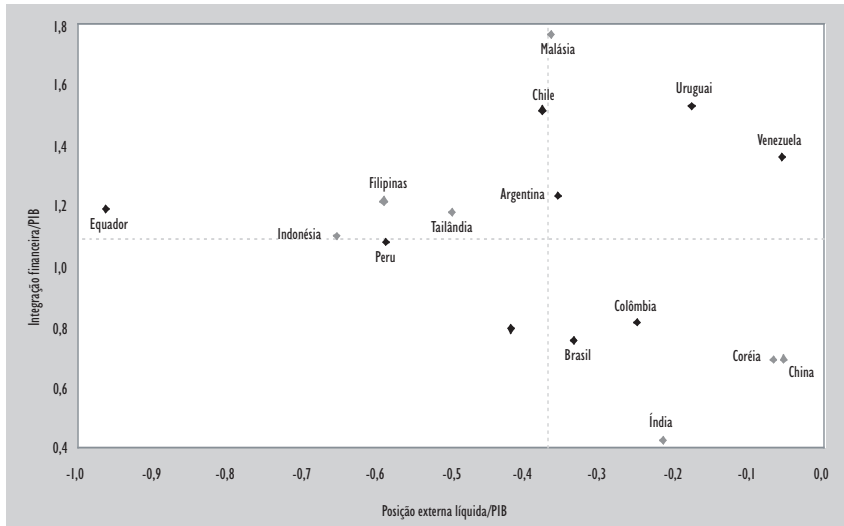
O quadro que emerge por todos esses ângulos, quando se observa a situação dos principais países sul-americanos em contraste com os asiáticos, é de nítida inferioridade. Sempre controlando pelo grau de integração financeira/PIB, nas figuras do Gráfico 1 vão mostradas a posição externa líquida em relação ao PIB e a posição relativa da integração financeira em relação à comercial, respectivamente.

⁶ Os países com os quais se trabalha (sempre que há disponibilidade de dados) são os seguintes: China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coreia, Tailândia; Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai, Venezuela; Bulgária, República Tcheca, Hungria, Polônia, Romênia, Rússia, Eslováquia e Turquia; Argélia, Egito, Marrocos, África do Sul e Tunísia. É a amostra utilizada pelo *Institute of International Finance*, instituição que reúne os principais bancos internacionais e que analisa frequentemente os fluxos de capital para esse conjunto de economias. Ver: www.iif.com.

⁷ A fonte principal para esta parte é o trabalho de Lane & Milesi-Ferreti (2006), que calcula e disponibiliza estimativas detalhadas de ativos e passivos externos para 145 países, no período 1970-2004.

⁸ O indicador é composto por (ativos + passivos externos) / (exportações + importações de bens e serviços não-fatores).

Gráfico I
Integração financeira x Posição externa líquida; Integração financeira/PIB x Integração financeira/corrente comercial. Médias 1990-2004.



FONTE: Lane & Milesi-Ferreti (2006); Banco Mundial, World Development Indicators. Elaboração do autor deste trabalho.

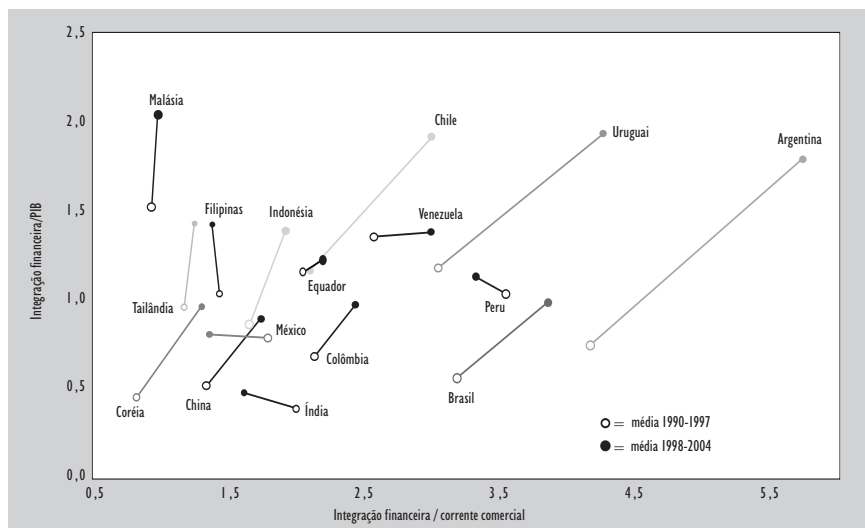
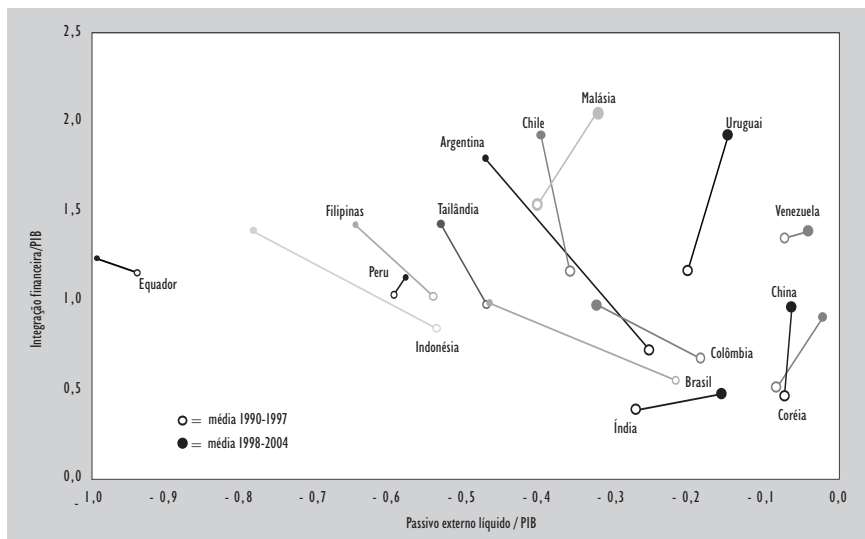
À primeira vista, o critério regional não parece ser um bom guia para caracterizar os padrões distintos de integração financeira. Na figura da esquerda, praticamente todas as grandes economias aparecem localizadas no segundo quadrante (baixa integração e posição líquida menos negativa) e alguns asiáticos surgem com situação líquida muito ruim. Mas é na caracterização da “via preferencial” que as diferenças entre sul-americanos e asiáticos se mostram de maneira mais nítida. Todos os pontos localizados à direita da média (i.e., todos aqueles em que a integração financeira predomina sobre a comercial) são da América do Sul. Entre os asiáticos, por outro lado, mesmo aqueles mais integrados financeiramente pelo critério convencional sustentam volumes de intercâmbio comercial muito mais elevados. O melhor exemplo é, sem dúvida, a Malásia.

Mas não se trata apenas do confronto entre as médias: há grandes diferenças também quando se divide o período em duas fases, antes e depois de 1998 (o primeiro ano após a crise asiática). O Gráfico 2 mostra que, nos dois indicadores, a situação dos asiáticos em geral melhorou — com a importante exceção da Indonésia (ou seja, a posição externa líquida se tornou menos negativa e a integração financeira cresceu *pari passu* com a comercial) — e a sul-americana piorou (e o destaque negativo é justamente o Brasil).

Esse perfil inferior de inserção externa é reforçado quando são observadas também as condições de solvência e liquidez — que, apesar das limitações existentes na base de dados consultada, podem ser apreendidas pelos indicadores apresentados nos Gráficos 3, 4 e 5 (em todos os casos, as médias 1990-2004 e o movimento antes e depois de 1998, sempre controlado pelo grau de integração em relação ao PIB).

Gráfico 2

Integração financeira x Posição externa líquida; Integração financeira/PIB x Integração financeira/corrente comercial. Médias 1990- 1997 e 1998-2004.

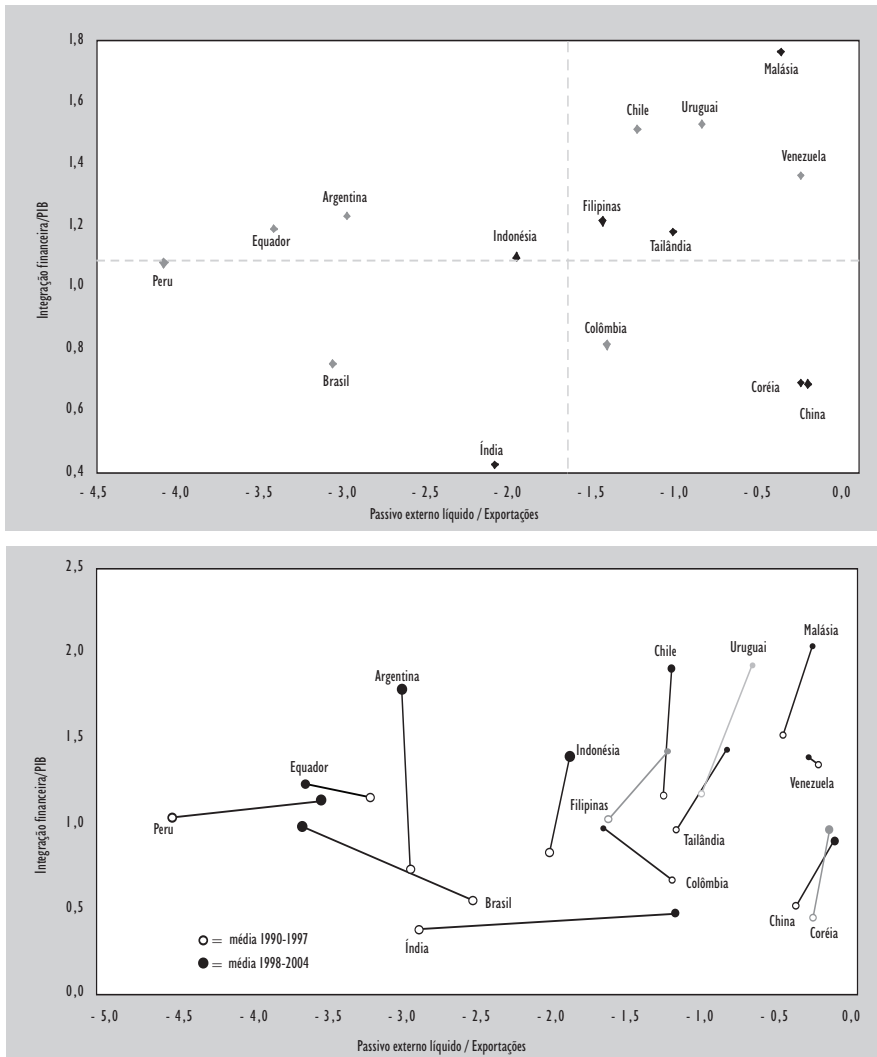


FONTE: Lane & Milesi-Ferreti (2006); Banco Mundial, World Development Indicators. Elaboração do autor deste trabalho.

Os resultados do primeiro indicador de solvência (todo o passivo externo líquido sobre as exportações de bens e serviços não-fatores, Gráfico 3), agora com as exceções de Uruguai, Chile e Venezuela, são suficientes para afirmar que as condições de solvência nas principais economias sul-americanas são bastante infe-

riores às asiáticas nesta época de globalização. Mais do que isso, o Brasil mostra uma trajetória excepcionalmente ruim: apenas Equador e Colômbia também pioram sua situação enquanto todos os demais melhoram (de maneira muito expressiva na Índia, por exemplo) ou permanecem onde estão (caso da Argentina). Nesse quesito, portanto, a performance brasileira é inferior inclusive à da sua região.

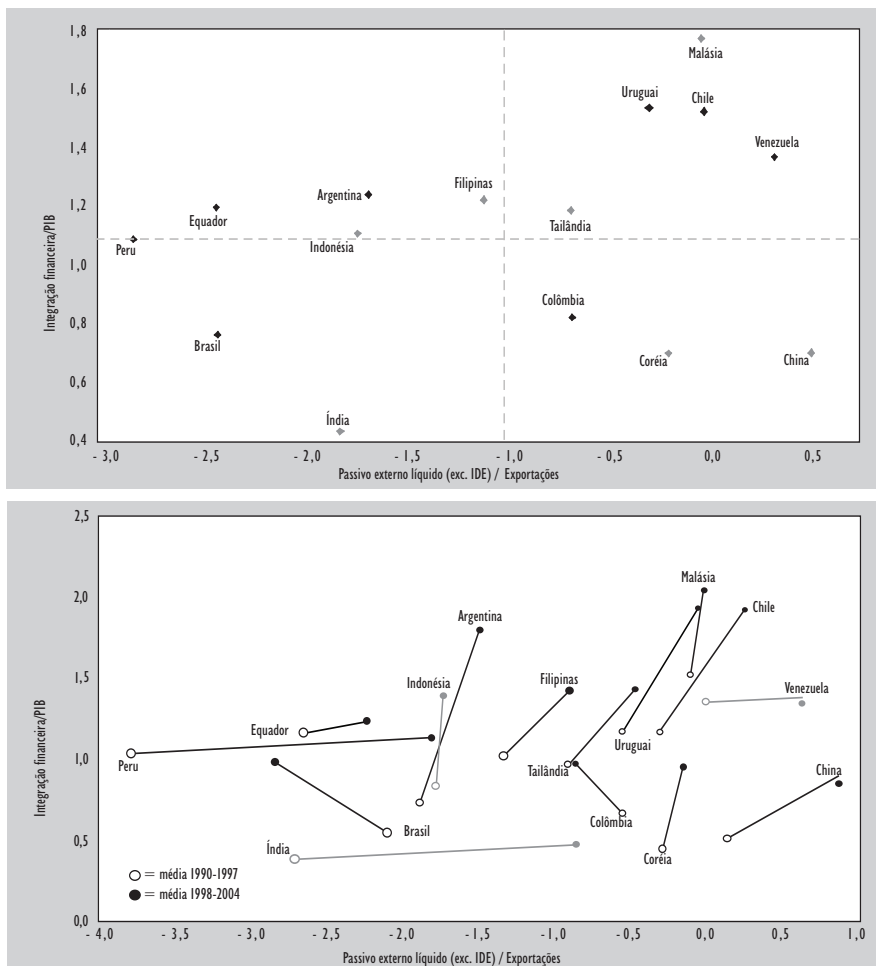
Gráfico 3
Integração financeira/pib x Passivo externo líquido/exportações
(médias 1990-2004, e 1990-97 x 1998-2004)



FONTE: Lane & Milesi-Ferreti (2006); Banco Mundial, World Development Indicators. Elaboração do autor deste trabalho.

Por um cálculo alternativo para as condições de solvência (excluindo-se do numerador os estoques de investimento direto, Gráfico 4), a situação do Brasil e de seus vizinhos não melhora em termos relativos, ao contrário: na média do período todo — que mantém o contraste regional com as mesmas ressalvas —, as condições de solvência do país são melhores apenas do que as do Peru; e na comparação dos dois sub-períodos, o retrocesso brasileiro só é acompanhado pelo verificado na Colômbia (o Peru mostra evolução favorável só similar à da Índia).

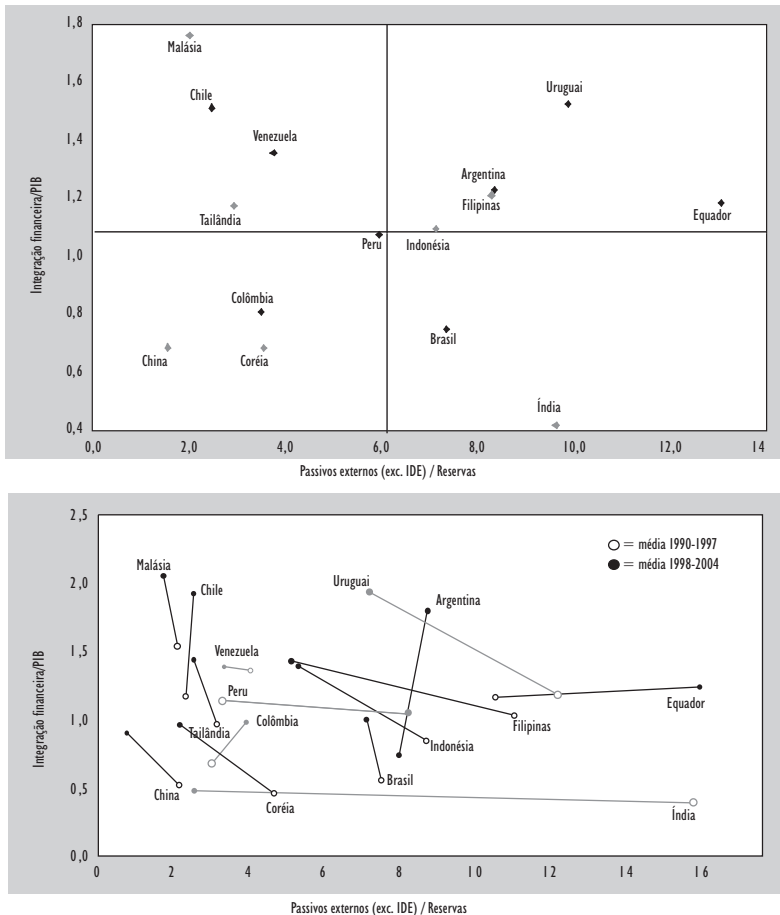
Gráfico 4
Integração financeira/PIB x Passivo externo líquido
(excl. IDE)/exportações (médias 1990-2004, e 1990-1997 x 1998-2004)



FONTE: Lane & Milesi-Ferreti (2006); Banco Mundial, World Development Indicators. Elaboração do autor deste trabalho.

Por fim, no único e precário indicador de liquidez que é possível calcular (passivo externo exclusive IDE/reservas, Gráfico 5), as economias sul-americanas estão, com exceção de Chile, Venezuela e Colômbia, na parte menos nobre da figura, longe dos valores apresentados por China e Coreia — mas próximos à média apresentada pela Índia. No entanto, a evolução da situação desta última economia antes e depois de 1998 é impressionante, saindo das últimas posições em direção às primeiras. Esse contraste entre períodos mostra que apenas Equador, Chile e Argentina pioraram suas condições de liquidez — e ainda assim no caso destes dois últimos, de maneira insignificante.

Gráfico 5
Integração financeira/PIB x Passivos externos (excl.IDE)/reservas
(médias 1990-2004, e 1990-1997 x 1998-2004)



FONTE: Lane & Milesi-Ferreti (2006); Banco Mundial, World Development Indicators. Elaboração do autor deste trabalho.

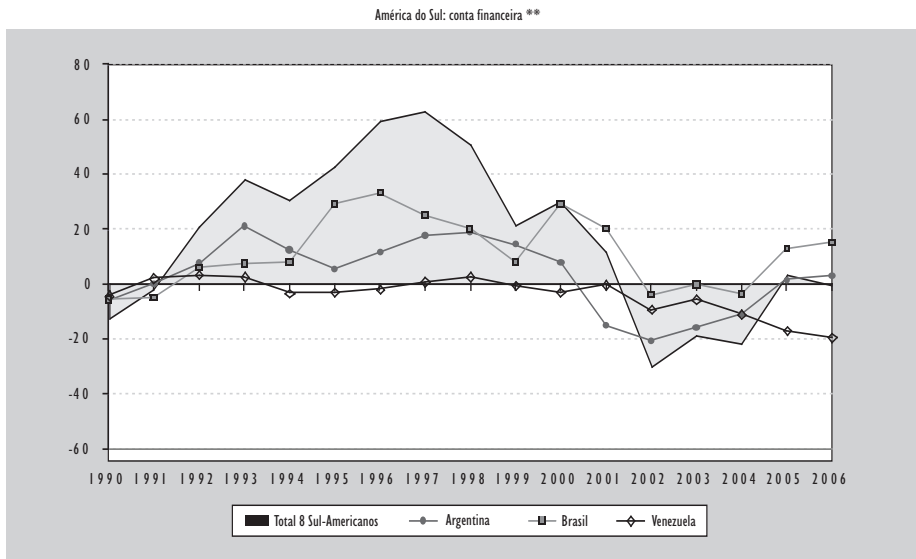
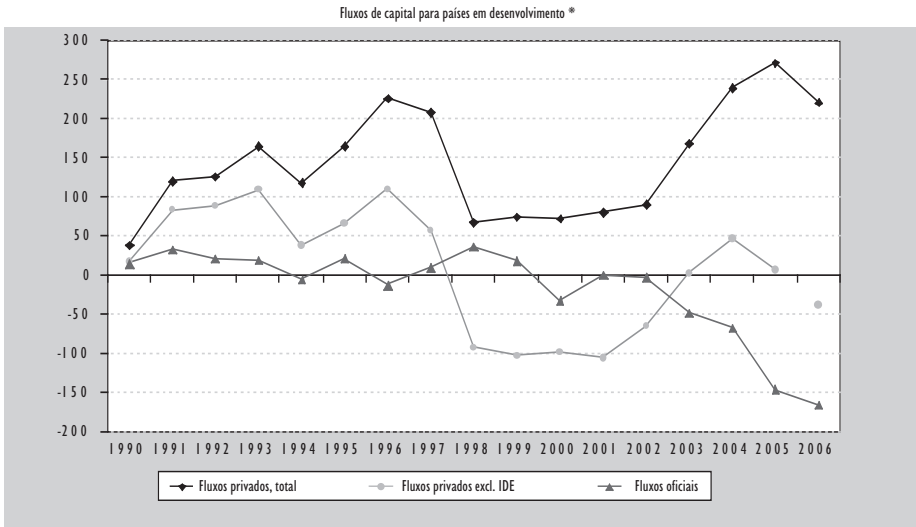
Todos esses resultados permitem, assim, identificar claramente dois padrões distintos de relacionamento financeiro com o exterior, ao longo do período histórico estudado.⁹ Acima das exceções de ambos os lados (que não se repetem para todos os indicadores), a inserção financeira da Ásia se mostra muito mais virtuosa do que a da América do Sul. Nesse sentido, os números aqui apresentados são plenamente compatíveis com as idéias de vários autores que apontam duas estratégias externas bastante opostas seguidas pelas duas regiões: *trade versus capital account* (Dooley *et al.*, 2003); “gansos voadores” versus “patos vulneráveis” (Palma, 2004); além de outros trabalhos anteriores sobre essa dicotomia (por exemplo, Medeiros, 1997). Na denominação de Carneiro (2007), trata-se do contraste entre um “padrão produtivista” e um “financista”.

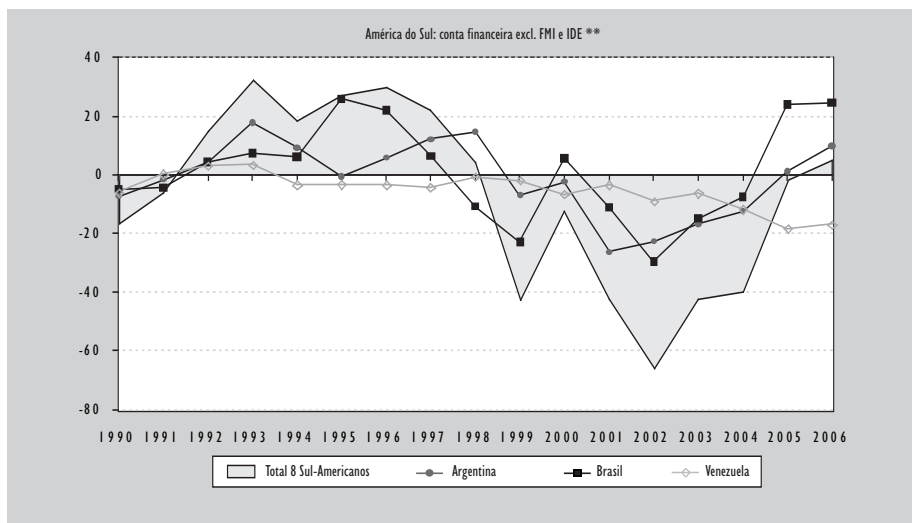
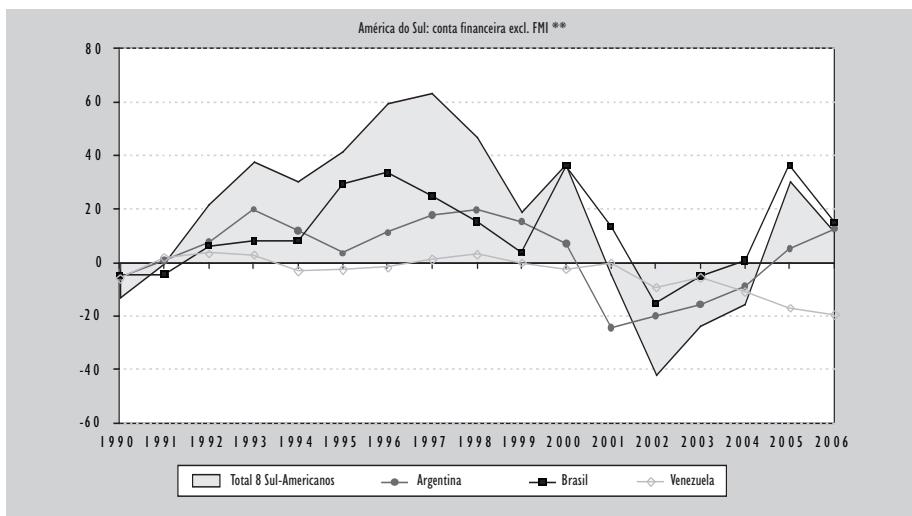
Se nesse plano estrutural a situação é claramente insatisfatória, o quadro para os sul-americanos se mostra tão ou mais problemático no que se refere às oscilações mais conjunturais nos fluxos de financiamento externo.

São mostrados, nas diferentes figuras do Gráfico 6, os contornos do que pode ser classificado como padrão de relacionamento das principais economias sul-americanas com os fluxos privados de capital na globalização. Em sentido horário, mostra-se inicialmente a figura já comentada dos dois ciclos de liquidez para países em desenvolvimento (1990-2002; e pós-2003) e a forte oscilação dessa disponibilidade, particularmente para as modalidades não enquadradas na categoria Investimento Direto Estrangeiro.

⁹ Não se deve perder de vista, na análise deste e de todos os outros números que mostram uma posição bastante negativa dos sul-americanos em geral, que as últimas informações utilizadas referem-se a 2004 e que todos os dados e fenômenos relevantes para os indicadores (reservas, exportações, dívida externa etc.) melhoraram sensivelmente desde então. Independente disso, no plano estrutural possibilitado pelos números disponíveis, já é possível concluir que o período de globalização financeira, para o caso do Brasil e de seus vizinhos, em contraste com os demais emergentes, foi bastante negativo no que tange às condições de solvência e liquidez.

Gráfico 6
Fluxos de capital e financiamento externo para emergentes e sul-americanos: valores líquidos, em US\$ bilhões





FONTE: FMI; CEPAL. Elaboração do autor deste trabalho.

* Agregado "Other emerging market and developing countries" da base de dados do World Economic Outlook do FMI, composto por 143 economias.

** Dados individuais para Argentina, Brasil e Venezuela; e no agregado também para Chile, Colômbia, Equador, Peru e Uruguai.

As outras três ilustrações deixam claro, em primeiro lugar, que os países sul-americanos em geral estão subordinados a essa oscilação, que se acentua quando são desconsiderados os fluxos de IDE. Mais do que isso, ajudam a mostrar que, se não fossem os empréstimos de regularização do FMI (principalmente no ano de 2002), a saída líquida de capitais teria sido ainda mais grave (e, também, que a entrada

líquida teria sido maior em 2005 e 2006). A ilustração detalhada para os três maiores países mostra que, em contraste com esse comportamento extremamente oscilante do Brasil e da Argentina, a Venezuela consegue imprimir uma estabilidade muito maior à sua Conta Financeira e, mais do que isso, vem atuando no presente ciclo como exportador líquido de capitais de forma sistemática (e não apenas a título de desendividamento externo e pagamento de empréstimos oficiais anteriormente assumidos). No Anexo I, o detalhamento de algumas contas do Balanço de Pagamentos para as oito principais economias do sub-continente fornece elementos adicionais para essa caracterização negativa também pelo lado dos fluxos.

Como síntese de todas essas evidências de um padrão de relacionamento financeiro externo nitidamente inferior, as notas das agências de classificação de risco para as dívidas externas dos países sul-americanos (mostradas no Quadro 1) são bastante negativas. Apenas o Chile – das dez economias para as quais é possível obter essa informação – se enquadra na categoria de investimento seguro (*investment grade*) e pode com isso desfrutar (teoricamente) de um tipo de financiamento externo menos volátil e de mais longo prazo.

Quadro 1
Ratings e perspectivas para as dívidas soberanas de longo prazo, em moeda estrangeira

	Moody's(1)	Standard and Poors(2)	Fitch(3)
Argentina	B3/postiva	B+/estável/B	RD**
Bolívia	B3/estável	B-/estável/C	B-/estável
Brasil	Ba1/estável	BB+/positiva/B	BB+/estável
Chile	A2/estável*	A/positiva/A-I*	A/positiva*
Colômbia	Ba2/positiva	BB+/estável/B	BB+/estável
Equador	Caa2/negativa	CCC/negativa/C	CCC/estável
Paraguai	Caa1/estável	B/estável/B	
Peru	Ba2/estável	BB+/positiva/B	BB+/positiva
Suriname	B1/estável	B/positiva/B	B/estável
Uruguai	B1/estável	B+/positiva/B	BB-/estável
Venezuela	B2/estável	BB/estável/B	BB-/negativa

Fonte: Agências. Elaboração do autor deste trabalho.

(1) Informações de 09/11/2007.

(2) Informações de 16/11/2007.

(3) Informações de 16/11/2007.

* Investment Grade.

** Dívida total ou parcialmente em default.

Pode-se argumentar, como tem sido recorrente no debate brasileiro e regional, que o quadro descrito acima reflete uma realidade “ultrapassada”, essencialmente modificada pelas características distintas do ciclo mais recente da liquidez internacional, que teria aproximado — principalmente por conta da acumulação de reservas internacionais (fruto dos superávits em conta corrente) e do desendividamento externo — os padrões de inserção asiático e sul-americano. Em outras palavras, como comentado na nota n. 10, acima, a comparação feita com os dados disponíveis (até 2004) perderia justamente as novidades mais importantes (e alvissareiras para a região em foco). Sem ignorar os contornos menos perversos do ciclo de liquidez atual, a perspectiva aqui é a de que, para a reflexão que se propõe — com vistas a um processo estrutural de integração financeira — é melhor partir de uma realidade de mais longo prazo do que se fiar em uma conjuntura excepcionalmente favorável que, adicionalmente, dá todas as indicações que pode reverter em breve. Porém, como se verá a seguir, os problemas financeiros que devem ser levados em conta nas reflexões sobre a integração sul-americana não se restringem às relações externas dessas economias.

I.ii. Padrões de atuação dos sistemas financeiros domésticos

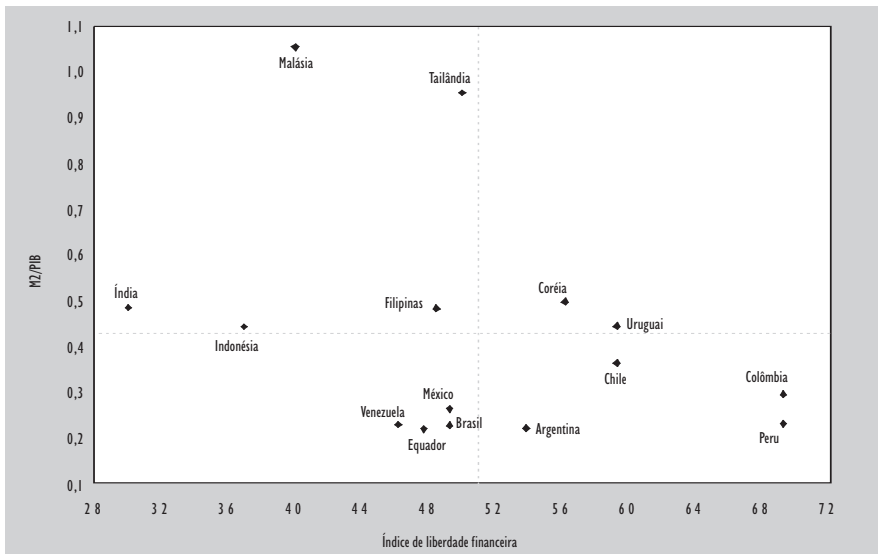
Assim como na seção acima, o esforço aqui é de descrição comparativa, com base em grandes indicadores que permitam contrastar o funcionamento dos sistemas financeiros domésticos na América do Sul e na Ásia. Apesar de mais limitada na sua abrangência, a principal base de dados utilizada¹⁰ permite uma visão panorâmica.

O ponto de partida do esforço comparativo é o tamanho dos sistemas financeiros, para o qual tradicionalmente se utiliza o indicador M2/PIB, que retrata, de maneira ampla, o total de ativos financeiros existentes em cada economia. Junto com ele, um outro indicador — mais subjetivo e relativo à institucionalidade e às regras de operação das finanças domésticas — pode ser citado: o “índice de liberdade financeira”, calculado pela *Heritage Foundation* anualmente

¹⁰ Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000). A despeito das várias lacunas existentes em relação às economias aqui examinadas (particularmente em relação à China), trabalhou-se sempre com o máximo possível de países para cada tema, por meio das médias para o período aqui julgado mais relevante: a partir de 1990.

a partir de 1995 e que procura quantificar o grau de “repressão” em cada caso.¹¹ Cruzando as duas informações, chega-se ao quadro representado no Gráfico 7: os sistemas financeiros sul-americanos são, via de regra, muito menos profundos que os asiáticos selecionados (estão praticamente todos abaixo da média da amostra), e certamente esse resultado não pode ser atribuído a um excesso de interferência governamental ou falta de liberdade de atuação para as forças de mercado no setor. Pelo contrário, se alguma correlação é sugerida pela figura, é entre maior liberdade e menor desenvolvimento financeiro.

Gráfico 7
m²/PIB, média 1990-2005 x “Índice de Liberdade Financeira”, média 1995-2006



FONTES: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) Financial Structure Dataset; Heritage Foundation. Elaboração do autor deste trabalho.

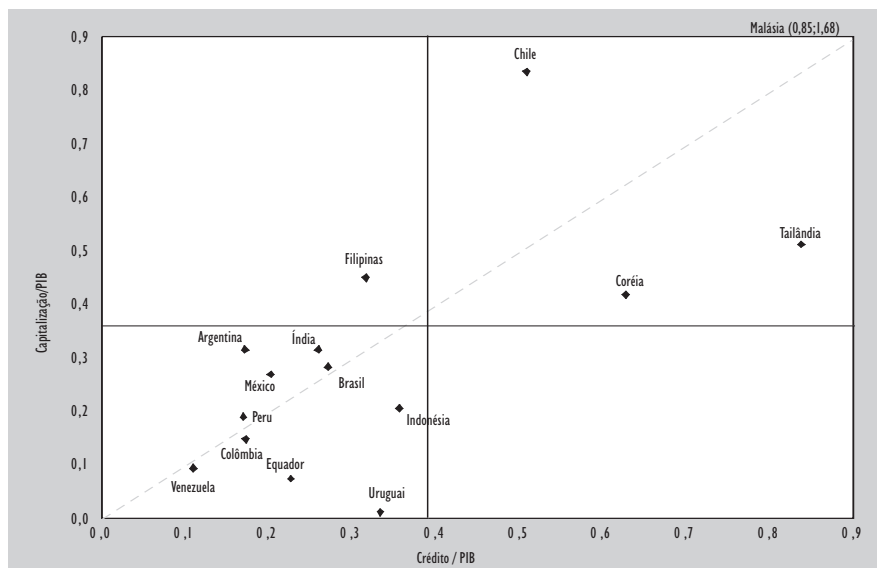
De maneira complementar à relação M^2/PIB (um indicador até certo ponto “grosseiro”), a literatura sobre estrutura financeira costuma quantificar de forma separada a profundidade dos dois grandes segmentos de qualquer sistema: mer-

¹¹ São utilizados critérios como: extensão da regulação governamental sobre os serviços financeiros, grau de intervenção estatal nos bancos e outros agentes financeiros, dificuldade de abrir e operar firmas nesse setor (tanto para residentes como para estrangeiros) e influência estatal na alocação do crédito. O indicador resultante varia entre 0 (sistema totalmente reprimido) e 100 (influência governamental insignificante, a mais alta liberdade a que se poderia chegar).

cado de crédito (relação crédito/PIB) e mercado de capitais (capitalização total/PIB). Seguindo o mesmo padrão de apresentação, os números para as economias asiáticas e sul-americanas são reproduzidos no Gráfico 8. Apenas indicando as coordenadas, mas excluindo do desenho, por razões de escala, a posição da Malásia, tem-se um quadro em que predomina a baixa profundidade em ambas as estruturas. Onze das quinze economias representadas encontram-se no terceiro quadrante, enquanto apenas Filipinas se localiza no quarto, e Coréia, Tailândia e Chile, além da Malásia, são superiores às médias em ambos os quesitos.

Mas, acima de tudo, o recado principal é o de que as profundidades das duas estruturas financeiras parecem caminhar juntas no universo das economias emergentes. E, quanto ao contraste regional que mais interessa aqui, dos oito sul-americanos observados mais de perto, novamente apenas o Chile se destaca positivamente (todos os outros se encontram abaixo das duas médias), enquanto os asiáticos estão muito melhor localizados.

Gráfico 8
Estruturas financeiras alternativas: Crédito bancário/PIB x capitalização/PIB, médias 1990-2005



FONTE: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) Financial Structure Dataset. Elaboração do autor deste trabalho.

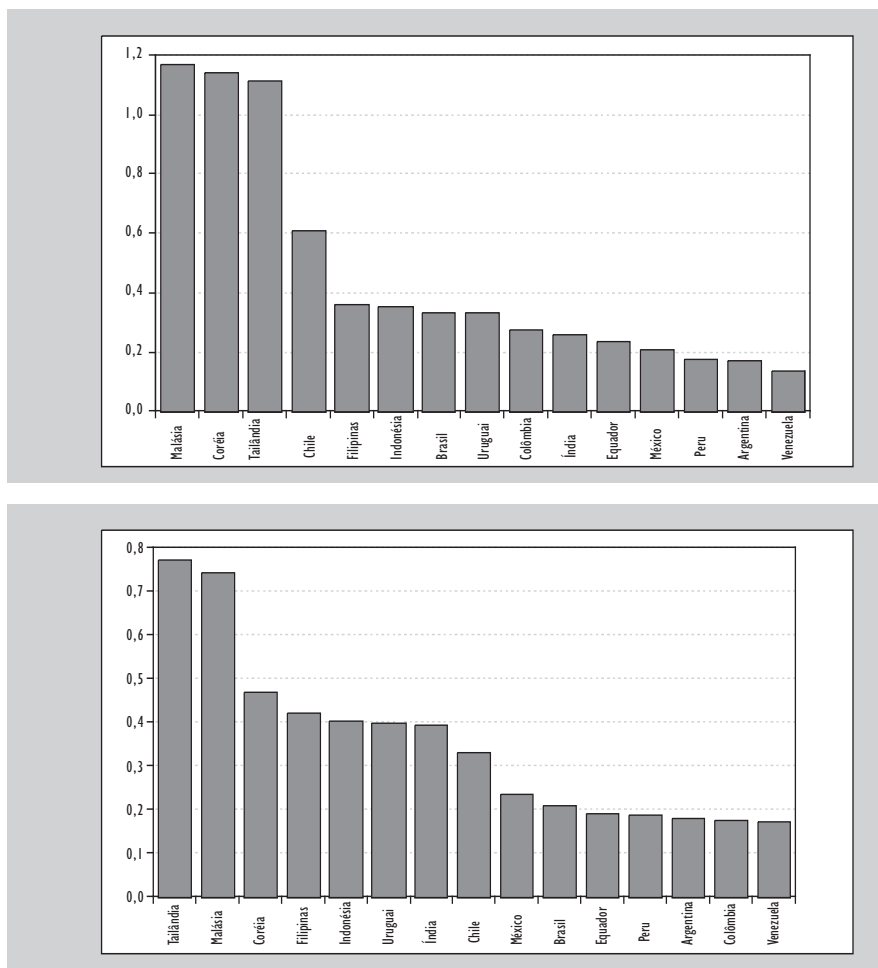
Dado esse pano de fundo, é possível avançar um pouco mais na descrição comparativa, agora detalhando alguns aspectos de cada um desses mercados, de forma separada.

Em primeiro lugar, em relação ao mercado de crédito, é possível refinar as medidas de tamanho e atividade. Na figura esquerda do Gráfico 9, o crédito total para o setor privado em relação ao PIB é representado¹² com algumas diferenças relevantes em relação ao observado anteriormente. Os países nos quais o acréscimo dos outros intermediários mais eleva a relação crédito/ PIB — o que, por si só, também indica maior sofisticação das estruturas financeiras — são, na seqüência, Coréia (aonde a diferença é de mais da metade do PIB), Malásia, Tailândia e Chile (todos com tal diferença superior a 10% do produto), não por acaso aproximadamente o mesmo grupo que vinha liderando os outros indicadores já arrolados. Para o conjunto dos sul-americanos, além dos patamares baixos essa distância é insignificante (com exceção de Colômbia e Brasil). Por sua vez, o outro indicador apresentado (a relação entre depósitos bancários e o produto) também mostra que no caso brasileiro — e nos sul-americanos em geral, com a exceção do Uruguai — o espaço para ampliar o acesso aos serviços bancários é enorme.

¹² Além dos tradicionais bancos de depósito, Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) incluem aqui também as *bankline institutions* (intermediários que aceitam depósitos sem fornecer instrumentos de transferência destes, como bancos de poupança; e intermediários que captam recursos no mercado por meio de títulos negociáveis), as companhias de seguros, os fundos de pensão privados, os outros fundos de investimento coletivo e os bancos de desenvolvimento.

Gráfico 9

Mercado de crédito em PEDs: Crédito total/PIB e depósitos bancários/PIB, médias 1990-2005

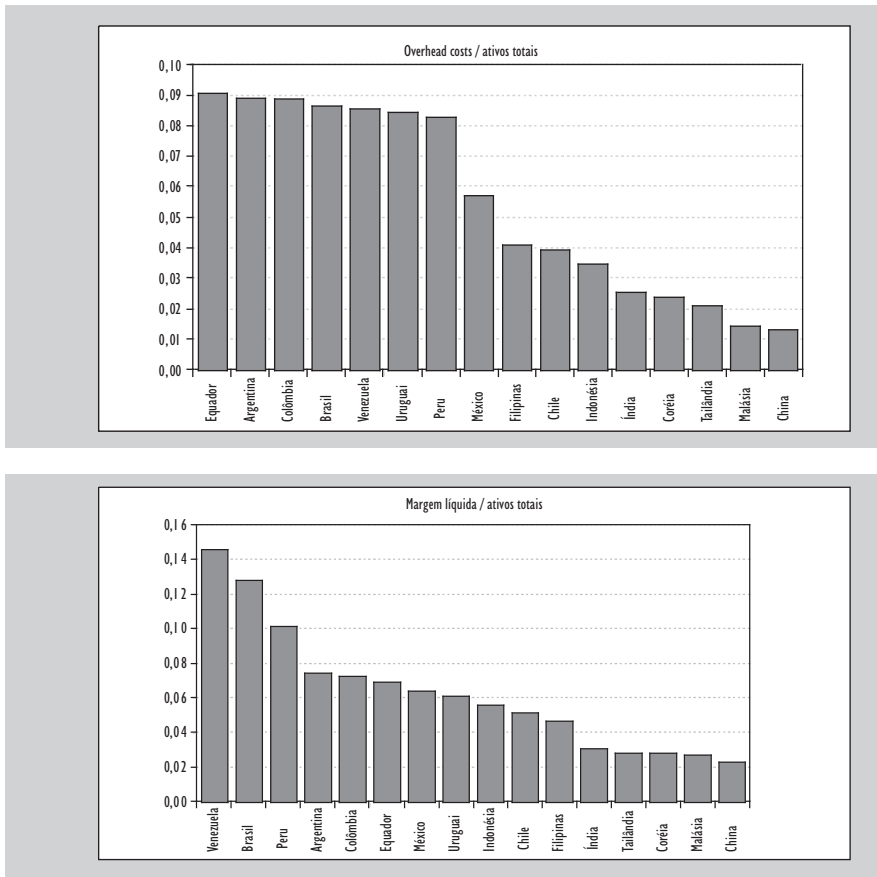


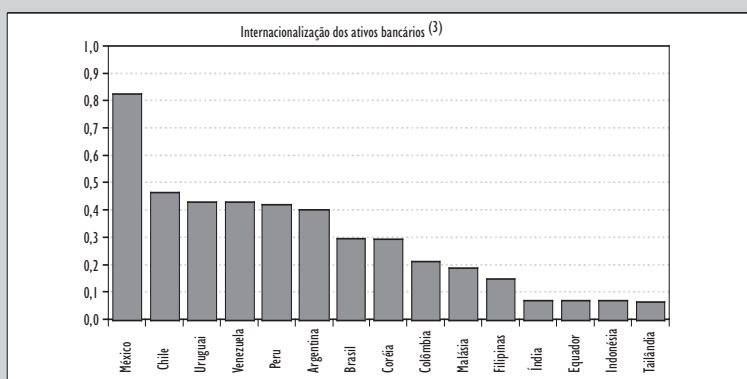
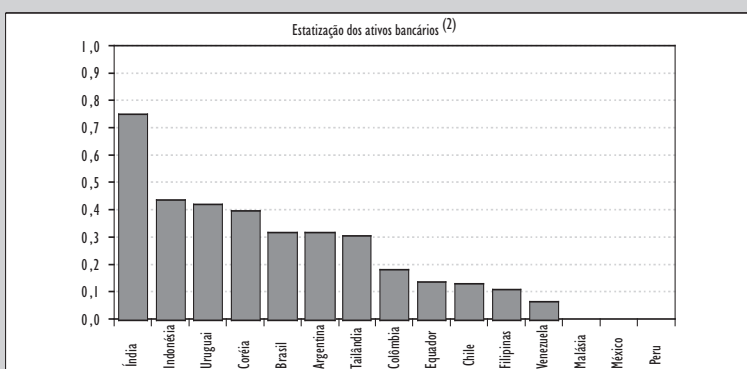
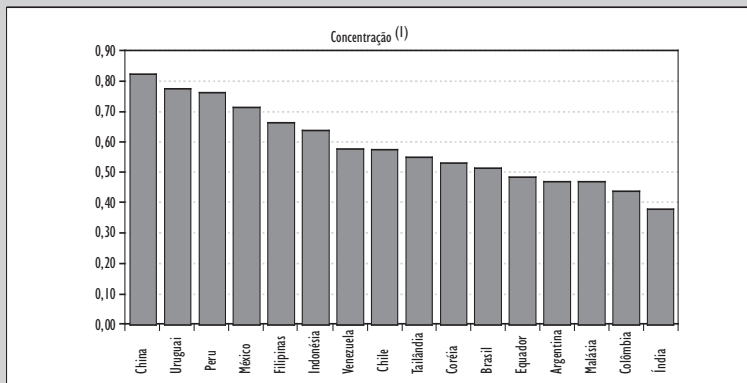
FORNTE: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) Financial Structure Dataset. Elaboração do autor deste trabalho.

Um último conjunto de informações sobre os sistemas bancários se refere às suas condições de eficiência e às estruturas de mercado nas quais operam. Sem pretender entrar nos muitos detalhes que cada uma dessas dimensões envolve, o Gráfico 10 apresenta as médias para cinco importantes indicadores relacionados a essas temáticas: custos indiretos (*overhead costs*)/ativos totais e margem líquida (ou *spread*)/ativos totais como *proxies* para a eficiência dos sistemas bancários; e o grau de concentração, de participação estatal e de participação estrangeira no total de ativos do sistema.

Nos dois indicadores de eficiência, a posição de inferioridade dos países sul-americanos é patente. Na relação entre custos indiretos e ativos totais, abaixo da média do conjunto (0,049) estão todos os asiáticos (inclusive os mais desenvolvidos, Malásia e Tailândia, com valores inferiores à metade dessa média) e novamente o Chile destoando do padrão da sua região. Já quanto ao ganho líquido com juros em proporção aos ativos totais, o quadro se repete: os sul-americanos têm, em média, *spread* 2,5 vezes maior que os asiáticos. Ao Brasil, como é notório, cabe papel de destaque bastante negativo: o país tinha, na média do período analisado, o terceiro maior *spread* e a quarta maior relação entre custos e ativos totais.

Gráfico 10
Mercado de crédito em emergentes: indicadores de eficiência e estrutura selecionados, médias 1995-2005





FORNTE: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) Financial Structure Dataset.; Barth et al. (2001). Elaboração do autor deste trabalho..

(1) Parcela dos ativos totais do sistema bancário detida pelos três maiores bancos.

(2) Parcela dos ativos do sistema bancário detida pelos bancos cujo capital é, pelo menos, 50% de propriedade estatal.

(3) Parcela dos ativos do sistema bancário detida pelos bancos cujo capital é, pelo menos, 50% de propriedade estrangeira.

Dois outros indicadores importantes são mostrados ainda nas figuras do Gráfico 10. De um lado, o grau de “estatização dos ativos financeiros” (i.e., a parcela de tais ativos detida pelos bancos públicos), e de outro o índice homólogo para os bancos estrangeiros, cujos números não correspondem às mesmas médias calculadas para o resto.¹³ Se em termos de concentração dos ativos bancários — aqui medida como a parcela detida apenas pelos três maiores bancos — não há um nítido perfil regional; em termos de estatização e internacionalização o quadro é um pouco distinto, mas igualmente questiona as afirmações mais liberais. A parcela comandada pelos bancos estatais aparece em média um pouco mais elevada nos países asiáticos que nos sul-americanos — ainda que Malásia (contrastando com o perfil regional), México e Peru exibam indicadores nulos. E, em termos de desnacionalização, com bastante nitidez os sul-americanos — que, junto com o México, mais avançaram nas reformas liberalizantes — apresentam patamares muito distintos de todos os asiáticos.

Isso tudo sugere — para o caso brasileiro e para as demais economias da região — que dificilmente serão encontradas nesses aspectos da estrutura de mercado as causas e/ou as possíveis soluções para os traços mais marcantes do mercado de crédito aqui resumidos: a baixa profundidade, o escasso acesso aos serviços bancários e a acentuada ineficiência.

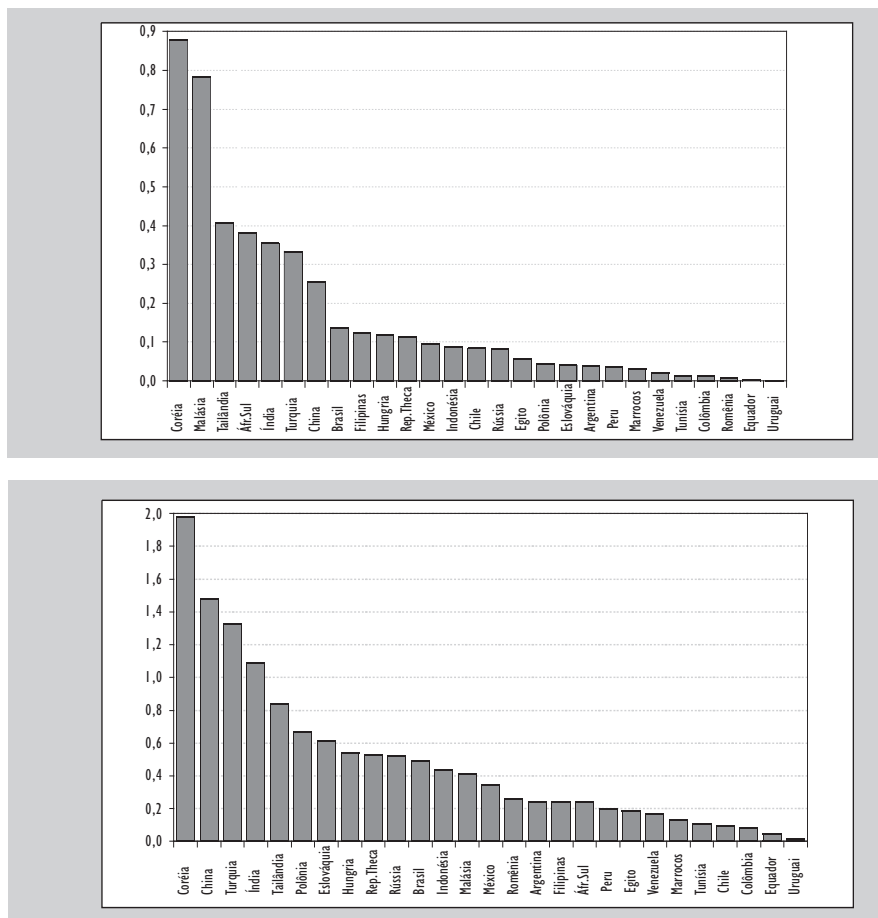
Por fim, resta um olhar mais detalhado sobre os mercados de ações. Neste caso, o Gráfico 11 traz informações que complementam os dados já mostrados no Gráfico 8 (capitalização sobre PIB). Do lado esquerdo, o volume negociado anualmente em relação ao PIB, e do direito este mesmo volume em relação à capitalização total do mercado (o giro ou o *turnover* do mercado, como indicativo da liquidez). A disparidade de resultados e, portanto, os graus muito distintos de desenvolvimento do mercado acionário são a marca geral. Outro traço marcante é o predomínio das mesmas nações asiáticas que já vinham se destacando nos demais itens analisados.

¹³ Tais medidas constavam das primeiras versões da base de dados de Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000), mas nas sucessivas atualizações deixaram de aparecer (os últimos dados são de 1997). Para suprir essa lacuna, recorreu-se a outra fonte de informação, do mesmo departamento do Banco Mundial: o relatório de Barth *et al.* (2001), sobre a regulação do setor bancário ao redor do mundo, feita com base em questionários respondidos pelas autoridades de cada país. Como apenas duas versões desses resultados estavam disponíveis para consulta (2003 com dados relativos ao final de 2001; e um mais antigo e menos abrangente ainda, lançado em 2001, cujas informações remetem ao final de 1999), optou-se então por trabalhar com os dados mais recentes.

Diante dos estrondosos números da Coreia e de outros asiáticos, a fraqueza das bolsas de valores sul-americanas chama a atenção — com a relativa exceção do Brasil. Seus indicadores se situam próximos às médias: enquanto o valor negociado nesse conjunto de economias representa 17% do PIB, no caso brasileiro esse valor é de 13% (um quinto do verificado na Coreia); e a *turnover ratio* brasileira é aproximadamente igual à média dos 27 países: 0,5 (o que, novamente em relação à bolsa coreana, significa apenas um quarto).

Gráfico II

Mercado de ações em emergentes: volume negociado/PIB e volume negociado/capitalização (turnover ratio) médias 1990-2005



FONTE: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2000) Financial Structure Dataset. Elaboração do autor deste trabalho.

Assim, a despeito dos estrondosos números do mercado brasileiro de capitais — e particularmente do mercado de ações¹⁴ — nos últimos meses, essa também é uma realidade a ser levada em conta nos estudos e esforços para a integração monetária e financeira na América do Sul: em um plano estrutural, para além das fortes oscilações que também caracterizam as finanças externas e domésticas durante o período da globalização, os resultados sobre os mercados de capital na região são absolutamente decepcionantes. Assim como o são as condições de profundidade, acesso e eficiência dos mercados de crédito.

Ou seja, à semelhança (ou, talvez, em conseqüência) do quadro descrito para o padrão de inserção financeira externa das economias sul-americanas na globalização, o desempenho das estruturas responsáveis pelo financiamento do desenvolvimento está, nessa região, em posição muito inferior à observada na outra principal região “emergente”, e certamente se encontra muito aquém das necessidades e carências estruturais dos seus países. As considerações sobre as iniciativas e possibilidades de integração no plano financeiro devem, portanto, levar em conta esse ponto de partida adverso — seja como limitante, seja como realidade a ser enfrentada pela cooperação.

II. INTEGRAÇÃO FINANCEIRA: QUESTÕES CONCEITUAIS E INICIATIVAS REGIONAIS

Em análise sobre o amplo tema da “cooperação regional para o desenvolvimento”, a UNCTAD dedica o capítulo V do mais recente TDR (UNCTAD, 2007) às dimensões monetárias e financeiras dos processos de integração regional. E faz uso de uma divisão das iniciativas em três frentes, que parece a mais adequada: i) “cooperação regional para facilitação de pagamentos e financiamento de curto prazo”; ii) “cooperação regional para o financiamento do desenvolvimento”; e iii) “arranjos cambiais e uniões monetárias”. Na primeira, se incluem mecanismos para facilitação do comércio regional e provisão de liquidez em momentos de dificuldades no balanço de pagamentos: uniões de pagamentos, caixas de compensação, acordos de crédito recíproco, fundos de reservas compartilhadas. Já a segunda

¹⁴ Para um mapeamento desse movimento e uma interpretação mais cética do que a predominante sobre suas causas e conseqüências ver Biancareli (2007, cap. V).

contempla dois grandes tipos de instituições: bancos regionais de desenvolvimento e mercados regionais de títulos. Por fim, a terceira frente envolve acordos formais para coordenação das políticas (principalmente cambial) e os mecanismos eventuais para a adoção de uma moeda única.

Apesar dessa última ser, em termos teóricos, o estágio final de um processo de integração, não parece haver uma hierarquia entre as outras duas frentes: não consta ser necessário ter trilhado um caminho longo no que se refere às uniões de pagamentos e ao crédito de curto prazo para que mecanismos de financiamento de prazo mais longo prosperem. É essa divisão que se utiliza aqui, apesar de não ser a única possível.¹⁵ Maior ênfase será dada às duas primeiras dimensões (relativas, respectivamente, ao financiamento de curto e de longo prazos), inclusive porque a cooperação macroeconômica e a integração monetária são processos que extrapolam a questão do financiamento, e na prática avançaram muito pouco na América do Sul (como será brevemente comentado).

A justificar teoricamente as iniciativas em todas as três direções, Ocampo (2006) organiza os argumentos em quatro grandes grupos. O primeiro diz respeito às demandas oriundas do próprio processo de integração regional em curso. O “regionalismo aberto” exige cooperação monetária e financeira em vários sentidos complementares: há necessidade de proteção no âmbito regional diante das crises de balanço de pagamentos; deve-se levar em conta os efeitos das iniciativas de políticas nacionais na economia dos países vizinhos (i.e., a gestão macroeconômica não pode trabalhar contra o comércio regional); o financiamento da infra-estrutura e outros “bens públicos regionais” é encaminhado de maneira muito mais oportuna 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 dessas 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.

¹⁵ Ocampo (2006), utiliza uma divisão mais simples, em dois planos: i) financiamento do desenvolvimento e ii) mecanismos de cooperação macroeconômica e mecanismos financeiros conexos (fornecimento de liquidez durante crises de balanço de pagamentos).

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 nessa 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. Nesse 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 esse 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 essas 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 pelos sócios, individualmente. Como resultado deste último fator, as taxas de inadimplência e, portanto, os riscos de tais instituições são significativamente mais baixos do que os das economias individuais.

Vislumbrando um futuro FMI como “o vértice de uma rede de fundos de reserva regionais e sub-regionais e de mecanismos de crédito recíproco” (p. 20), Ocampo (2006) aponta que um arranjo institucional nesses moldes teria pelo menos dois grandes traços positivos: um grau mais elevado de estabilidade econômica global (já que uma ampla gama de serviços financeiros, atualmente não prestados pelas agências globais, seria garantida) e um maior equilíbrio das relações internacionais, capaz de conquistar o apoio dos menores países para as normas e procedimentos mais adequados.

Porém, não se trata de uma panacéia isenta de riscos e problemas. Os principais, relacionados à viabilidade e à sustentabilidade de longo prazo das instituições financeiras regionais seriam: i) a adequação da demanda à capacidade da oferta (o que torna crítica a presença de países mais desenvolvidos e capazes de contribuir com fundos, e pode suscitar problemas de assimetria intra-regional); ii) a necessidade de instituições fortes e de compromissos rígidos, que não deixem o “sentido de pertencimento” se transformar em impotência diante dos membros mais poderosos; e iii) o cuidado com a distribuição equitativa dos benefícios (para o qual a temática da convergência entre os membros, e eventuais fundos para isso, é central).

Na América do Sul, apesar das debilidades do processo de integração, não faltam retórica nem instituições — antigas e novas — relacionadas à cooperação financeira. Um mapeamento destas instituições e iniciativas é útil como instrumento inicial de reflexão sobre os temas aqui tratados.¹⁶ Para isso, segue-se a divisão em três níveis apresentada acima, e em meio à descrição das iniciativas são apresentados alguns comentários e indagações que ajudam a nortear futuros passos de investigação.

II.i. Financiamento de curto prazo

No que se refere à “cooperação regional para facilitação de pagamentos e financiamento de curto prazo”, são duas as principais iniciativas em operação no subcontinente (ou em partes dele).

Em primeiro lugar, funciona desde 1966 o Convênio de Pagamentos e Crédito Recíproco (CCR), mecanismo de facilitação do comércio regional no âmbito da Associação Latino-Americana de Integração (ALADI) desde 1982, e do qual são signatários os bancos centrais 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 além da complexidade técnica, a idéia geral por trás do convênio é relativamente simples: durante um período de quatro meses, as operações

¹⁶ Sobre a retórica, ver Anexo (*Informe del Grupo de Trabajo sobre Integración Financiera*) ao já citado documento final da Comisión Estratégica de Reflexión (CER, 2006). Todas as iniciativas descritas abaixo são apresentadas com fortes doses de ambição.

comerciais entre os países-membros se realizam sem a utilização de moeda estrangeira, compensando-se por meio de créditos recíprocos entre eles, com a garantia dos bancos centrais e a efetivação dos pagamentos entre importador e exportador por parte de bancos comerciais. Ao fim desse período, transferiria-se apenas as diferenças bilaterais entre os débitos e créditos acumulados. Além da facilitação em si da integração comercial regional, a lógica econômica também é clara: economizar as divisas escassas na região — ou, na antiga idéia inspiradora do Plano Keynes, reduzir os efeitos perversos que a escassez da moeda reserva internacional impõe sobre as trocas entre os países (e, portanto, sobre as possibilidades de crescimento econômico).

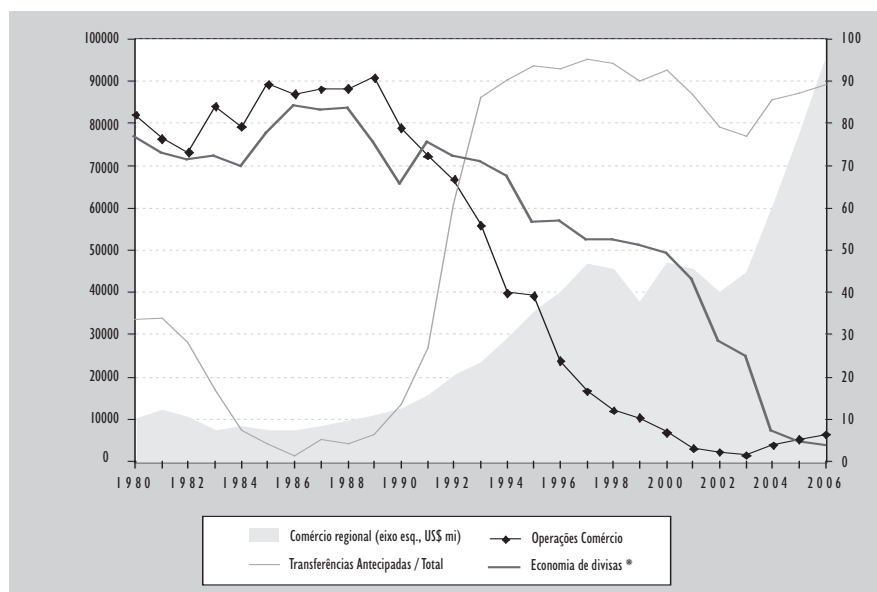
Na prática, pelo menos dois tipos de problemas (além das dificuldades operacionais de ordem técnica) podem prejudicar a operação do sistema. De um lado, a objeção e a resistência dos bancos centrais (particularmente por parte dos setores mais ortodoxos de suas burocracias), que pelo mecanismo descrito acabam incorrendo em risco soberano vinculado ao comércio exterior privado — o que caminha na contramão das definições de funções da autoridade monetária atualmente predominantes. De outro lado, também é crítica a questão das taxas de juros incidentes sobre esses créditos tomados e concedidos no intervalo entre os três momentos de compensação ao longo do ano: quando esse custo é superior a outras modalidades de financiamento disponíveis (ou, no que se refere ao país emprestador, caso seja inferior à remuneração que se pode obter com a aplicação de reservas em bancos privados), os incentivos para a liquidação antecipada dos compromissos são grandes.

Por conta principalmente dessas duas forças contrárias — a primeira mais implícita e difícil de quantificar, mas que não deve ser menosprezada —, o CCR, que durante os anos 1980 foi muito importante, vem perdendo relevância e sendo descaracterizado.

No Gráfico 12, são apresentadas as estatísticas históricas do convênio desde o início da década de 1980 até o ano de 2006. Enquanto a área mostra a evolução do comércio intra-regional (i.e., entre os 12 participantes do convênio), as linhas mostram, no eixo direito e em termos percentuais, alguns dos indicadores pelos quais se pode avaliar o funcionamento desse mecanismo. Fica claro que a explosão do comércio regional — em duas etapas, no início dos anos 1990, com o advento do Mercosul, e pós-2003 — não é acompanhada pelo volume

total de operações cursadas pelo CCR.¹⁷ Como resultado, a participação no total das importações regionais cai de uma média de 84% durante a “década perdida” para insignificantes 1,6% em 2003. Nota-se, desde então, uma recuperação intensa dos montantes canalizados (sempre crescendo acima do comércio regional, que também se acelera fortemente) que fez com que a relação atingisse 6,5% em 2006 (o maior valor da década, e que, a julgar pelos números relativos aos dois primeiros quadrimestres de 2007, seria superado).¹⁸

Gráfico 12
CCR, estatísticas históricas, 1980-2006



FORNTE: ALADI. Elaboração do autor deste trabalho.

* Diferença entre o valor total das operações canalizadas e as divisas transferidas, em relação ao valor total.

¹⁷ O pico histórico, em termos de valores, se dá em 1995 com US\$ 14 bilhões, depois inicia um intenso processo de queda até os US\$ 700 milhões de 2003 — a partir daí volta a subir em direção aos US\$ 6,2 bilhões de 2006.

¹⁸ Essa recuperação para patamares ainda muito baixos vem respondendo, essencialmente, ao crescimento dos débitos acumulados pela Venezuela (96% do incremento em 2006), contrabalançados pelo crescimento dos créditos no Brasil (39,7% da elevação no mesmo período), Colômbia (28%) e México (11,3%). A participação venezuelana na movimentação total do convênio atingiu naquele ano quase 44% - ao que se somam os 18% da Colômbia e os 17,5% do Brasil para totalizar as três economias mais importantes para o CCR.

Porém, as duas outras linhas presentes na figura mostram que, a despeito dessa aparente tentativa de recuperação da importância do convênio, sua descaracterização — i.e., não cumprimento de sua função primordial, a economia de divisas — segue se aprofundando. Em 2006, o total de moeda estrangeira poupado pelo convênio (ou o que é chamado de “grau de compensação multilateral global”) ficou em apenas 3,5% do que poderia — enquanto a média nos difíceis anos 1980 era de mais de 81%. A explicação principal também está no gráfico: o elevadíssimo patamar de transferências antecipadas de divisas sobre o total (acima dos 80% desde o início do primeiro ciclo de liquidez da globalização financeira, no começo da década de 1990).^{19, 20} O que reflete, como já sugerido acima — e fica muito claro diante do contraste com os anos 1980 —, o grande custo de oportunidade da manutenção de créditos e débitos, por esse mecanismo, em um ambiente de farta liquidez global.

Diante de tudo isso, algumas lições e indagações podem ser levantadas aqui sobre o CCR. A primeira delas decorre da frase final do último parágrafo: seria este um instrumento relevante apenas para momentos de restrição da liquidez internacional disponível para esses países? Como é possível avançar na superação deste obstáculo representado pelo diferencial de juros, para recuperar o sentido do convênio e sua relevância? Ou, retornando à questão das resistências ao CCR, será que é esta a melhor maneira de fomentar o comércio regional — faz sentido falar em “economia de divisas” na época atual de globalização financeira? Tanto a caracterização do instável ambiente financeiro internacional contemporâneo, resumida na primeira parte deste texto, como os esforços dos principais governos da região no sentido de reativar o convênio e buscar outras alternativas,²¹ parecem responder positivamente a esta questão. De qualquer forma, essas são algumas das frentes de investigação e reflexão que se abrem diante do tema.

¹⁹ Sintomaticamente, o único momento em que esse percentual se reduziu abaixo dos 80% foram os complicadíssimos anos de 2002 e 2003, quando até as linhas internacionais de crédito comercial chegaram cortadas para alguns países da região. De maneira geral, o movimento dessa curva acompanha, no período da globalização, o dos ciclos de liquidez.

²⁰ Também contribui para isso o aumento do desequilíbrio entre débitos e créditos por país. Para uma análise mais detalhada da trajetória recente do CCR, ver as avaliações anuais da ALADI, presentes em <http://www.aladi.org/nsfaladi/convenio.nsf/compensacionsaldos>.

²¹ Como por exemplo as providências, em estágio final de elaboração, para a liquidação do comércio bilateral Brasil-Argentina em moedas locais. Também consta estar havendo aprimoramento na informatização do CCR.

A segunda grande iniciativa regional no campo do financiamento de curto prazo (e aqui no sentido estrito do termo, já que o CCR não é propriamente um mecanismo de financiamento, e sim de facilitação do comércio) é mais limitada mas não menos interessante. Trata-se do Fundo Latino-americano de Reservas (FLAR), criado em 1978 e composto somente por Bolívia, Colômbia, Costa Rica, Equador, Peru, Uruguai e Venezuela (originalmente o nome era Fundo de Reserva Andino). Ele representa a tentativa mais bem sucedida de compartilhamento de reservas e auxílio financeiro de curto prazo existente na região (além de ter também como objetivo explícito melhorar as condições de aplicação das reservas dos países-membros e contribuir para a harmonização das suas políticas monetárias e financeiras).²²

Em junho de 2007 seu capital subscrito totalizava US\$ 2,3 bilhões — dos quais 60% eram responsabilidade dos três maiores países (Colômbia, Peru e Venezuela, 20% cada) e o restante dos quatro menores (10% cada). O capital efetivamente pago pelos membros era de US\$ 1,5 bilhão, com distribuições marginalmente diferentes do previsto no capital subscrito.²³ Seu total de ativos chegava a US\$ 3,5 bilhões (passivo de US\$ 1,8 bilhão) e a rentabilidade dos recursos aplicados acompanhou de perto (quase sempre 1 ou 2 p.p. acima) a *Libor* de três meses.

O Fundo dispõe de cinco linhas de crédito (balança de pagamentos, reestruturação de dívida, liquidez, contingência e tesouraria) e seu histórico é de importante atuação nos momentos de maior dificuldade da região: na crise da dívida (em 1984, o total de empréstimos chegou a quase US\$ 700 milhões, o pico histórico, grande parte para a Colômbia); na época de hiperinflação, na passagem da década de 1980 para 1990 (quando os principais tomadores foram Bolívia, Equador e Peru), e, mais recentemente, fornecendo crédito principalmente para o Equador durante a crise asiática e em 2005. Segundo Titelman (2006), entre 1973 e 2003, o mecanismo forneceu em média recursos equivalentes a 60% de tudo o que o FMI emprestou às economias andinas.

²² Ver www.flar.net.

²³ Em termos do capital efetivamente aplicado ao Fundo, as contribuições dos membros eram equivalentes em média a 3,1% das suas próprias reservas de julho de 2007. O maior contribuinte em termos relativos era o Equador (5,1% das reservas) e o menor, a Venezuela (1,3%). Essas e as outras informações aqui apresentadas foram obtidas em www.flar.net.

Mais importante, de acordo com Machinea & Titelman (2007), se manifesta aqui de maneira muito explícita o fenômeno do “credor privilegiado” decorrente do “sentido de pertencimento” — que se reflete nos *ratings* Aa2 e A+ atribuídos à instituição pela Moody’s e pela S&P, respectivamente (muito melhores, portanto, que as notas atribuídas a cada um dos países individualmente, mostradas no Quadro 1). Indo além, esses dois autores argumentam, com base em testes econométricos sobre as correlações entre as dificuldades de liquidez dos diferentes países de toda a América Latina, que a ampliação do esquema seria benéfica para a quase totalidade deles, fornecendo de fato proteção ampliada contra crises financeiras.

Certamente também se trata de uma instituição a ser examinada com cuidado, tanto na sua atuação passada (inclusive em contraste detalhado — montantes, condições, custos — com o FMI) como nas suas possibilidades de ampliação. É preciso que se tenha em mente que é esse tipo de instituição que eventualmente teria o papel já citado de “complementaridade e concorrência” com o FMI, e não o Banco do Sul, como será esclarecido mais adiante. E também, em contraste com a experiência do Banco do Sul (uma instituição nova criada em adição à já existente CAF, entre outras), cabe investigar se seria o caso de pensar em novas iniciativas ou partir dessa já existente. A natureza do fundo de reservas e os próprios exercícios de simulação comentados acima indicam que o caminho seria a incorporação dos outros membros da América do Sul ao FLAR — o que, por sua vez, abre uma outra frente de problemas: as possibilidades legais, no caso brasileiro e argentino, de compartilhar reservas internacionais.

Ainda resta destacar nesse tema a conexão e as possíveis relações (complementaridade? concorrência?) de iniciativas como essa em relação a dois fenômenos que vêm ocorrendo na região: a compra de títulos externos argentinos por parte da Venezuela — que simboliza o embrião de um possível mercado regional de títulos, mas funcionou, na ocasião, também como assistência de liquidez em um momento de dificuldade, permitindo o pagamento da dívida com o FMI — e a recente disseminação (com estudos do governo brasileiro a respeito) dos fundos de riqueza soberana.

II.ii. Financiamento de longo prazo

Em relação à segunda frente de cooperação, “para o financiamento do desenvolvimento”, a descrição aqui se concentrará nas duas agências com características de bancos de desenvolvimento regional que se destacam na realidade sul-

americana atual. Sabe-se, porém, que outros processos relacionados a esse segundo nível de integração financeira estão ocorrendo na região, alguns dos quais podem ser citados brevemente.

Há vários casos de financiamentos em modalidade concessional que, muitas vezes de maneira *ad hoc*, são estruturados para viabilizar determinados investimentos de um país maior em um menor (por exemplo, investimentos em infra-estrutura do Brasil em vizinhos mais pobres) e que, além de demonstrar a vontade e a importância do apoio financeiro para a integração, parecem indicar a necessidade de uma institucionalização e de uma organização unificada. Outra questão que terá que ser enfrentada é a da necessidade de um fundo de convergência regional (instrumento indispensável para a redução das enormes assimetrias no interior do que pretende vir a ser o bloco sul-americano) — e, de preferência, em moldes mais ambiciosos do que a única instituição do tipo existente hoje na região: o FOCEM, Fundo de Convergência Estrutural do Mercosul, que conta com um volume de contribuições anuais dos Estados Partes de insuficientes US\$ 100 milhões.²⁴

Também se verificam algumas iniciativas no plano regional para o preenchimento da grande lacuna no que se refere ao financiamento de longo prazo na América do Sul: um mercado regional de títulos. Não apenas iniciativas governamentais — como as da Venezuela de adquirir papéis emitidos pela Argentina no mercado internacional desde 2005 — apontam (de maneira muito incipiente) nessa direção, mas também movimentos de mercado como a recente emissão de BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*) por parte do Banco da Patagônia na Bovespa, que, principalmente diante do crescimento dos últimos anos, poderia se tornar a bolsa regional por excelência e concentrar os negócios com ações das empresas sul-americanas. É, sem dúvida, muito relevante (inclusive pelos números mostrados na seção I.ii) a discussão a respeito da viabilidade, potencial e condições de atuação do mercado de capitais em uma América do Sul mais unida e cujas carências de financiamento estável e de longo prazo não precisam ser aqui repetidas.

²⁴ Assim distribuídos, de acordo com o PIB histórico: Argentina 27%; Brasil 70%; Paraguai 1% e Uruguai 1%. No que se refere à distribuição desses recursos, o regulamento prevê o seguinte: 48% para projetos apresentados pelo Paraguai; 32% para projetos oriundos do Uruguai e 20% (divididos igualmente) para projetos brasileiros e argentinos.

Por fim, um processo que já ocorre e que precisa ser acompanhado de perto — e, eventualmente, disciplinado de alguma forma — é a expansão do sistema bancário e financeiro privado das nações mais ricas do sub-continente (leia-se, quase exclusivamente, Brasil) em direção aos outros países. Trata-se do espelho, no campo financeiro, dos processos também em curso em vários segmentos da estrutura produtiva, e que têm gerado reações de natureza política nem sempre favoráveis ao processo de integração. Mas que refletem, igualmente, a profunda assimetria existente em relação aos serviços financeiros disponíveis no Brasil em relação aos seus vizinhos, a começar pela própria existência do BNDES (no caso um banco público), cuja estrutura e tamanho não encontram qualquer tipo de paralelo nas demais economias sul-americanas.

Todos esses processos e iniciativas requerem exame cuidadoso e avaliação sobre o potencial de contribuição para o objetivo último da integração econômica sul-americana. Mas, sem dúvida, as instituições relacionadas ao financiamento de longo prazo que mais têm chamado a atenção no debate são os bancos de desenvolvimento regional, cujos grandes expoentes são a CAF e o Banco do Sul (este em processo de criação). Não estão incluídos aqui, propositadamente, órgãos como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), pois parte-se do princípio de que apenas “bancos de propriedade dos países em desenvolvimento”, que não têm participação relevante no seu capital de países desenvolvidos (Ocampo, 2006, p. 15), configuram mecanismos de integração nos moldes que aqui se busca estudar.²⁵

A Corporação Andina de Fomento (CAF) é uma instituição financeira multilateral criada no mesmo ambiente anterior de impulsos à integração regional no qual surgiu o CCR — as primeiras providências para sua criação datam de 1966 e o início de suas atividades se dá em 1970. Se destinava a fomentar a integração da região andina e progressivamente foi ampliando seu horizonte de atividades e Estados acionistas, e tem sido um importante pilar financeiro da integração sul-americana, além de principal fonte de financiamento para as economias da CAN.

No período recente, nota-se tanto uma ampliação significativa da carteira total de crédito e aplicações (recorde de US\$ 8,2 bilhões em 2006), e dos crédi-

²⁵ Para uma análise detalhada dos bancos regionais de desenvolvimento enquanto instrumentos de integração regional, ver Sagasti & Prada (2006).

tos aprovados — US\$ 6,6 bilhões em 2007, cifra também histórica e 20% superior à de 2006 — como uma maior disposição dos sócios a elevarem suas contribuições no capital do órgão. Os últimos dados disponíveis (fim de 2006) davam conta de um capital subscrito de mais de US\$ 3 bilhões (pago de US\$ 1,9 bilhão), divididos em acionistas do tipo “A” (Bolívia, Colômbia, Equador, Peru e Venezuela); “B” (os mesmos, mais 15 bancos privados da região andina); e “C” (Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, República Dominicana, Jamaica, México, Panamá, Paraguai, Trinidad e Tobago e Uruguai, além da Espanha). Recentemente foram finalizadas as tratativas para a ampliação gradual do capital brasileiro na CAF — até 2010, o objetivo é chegar aos US\$ 617 milhões de capital subscrito. Desta forma, o país passa a membro especial ou pleno (tipo “A”) da instituição, ampliando os seus poderes e a cobertura para a contratação de novos financiamentos.²⁶ Argentina e Uruguai ascenderam por processos semelhantes a membros plenos, e o Chile também ampliou recentemente sua participação na corporação.

A despeito da existência e importância da CAF, a proposta do Banco do Sul nasceu em meados de 2006 — a partir dos esforços para a criação da Comunidade Sul-americana de Nações —, como uma nova instituição multilateral, mas com uma característica distinta: seria formada e gerida apenas por países da região, com vistas a financiar a integração e conceder crédito sem as restrições e imposições externas próprias dos mecanismos existentes. A idéia surgiu claramente associada ao “projeto bolivariano” de liderança regional — fortemente contrário aos Estados Unidos e às instituições multilaterais sediadas em Washington. Até por conta do papel simbólico dessas instituições, não faltaram referências (principalmente por parte de autoridades venezuelanas e bolivianas) a um suposto papel de “substituto do FMI e do Banco Mundial” ou “libertador financeiro” das economias sul-americanas. Essa retórica acabou por gerar dois tipos de efeitos negativos, ainda não totalmente superados: a falta de definições precisas e as divisões entre os principais atores no processo.

De um lado, do modo como apresentado inicialmente, as funções precisas do Banco do Sul não estavam claras: seria apenas um banco de fomento (portanto, parte

²⁶ Ver maiores informações em www.caf.com.

do segundo nível de integração) ou também um mecanismo de assistência regional de liquidez (primeiro nível, financiamento de curto prazo)? Como é esta segunda atribuição precisa do FMI, não falta combustível para a indefinição, que igualmente se difundiu sobre outros pontos críticos: qual a origem e o montante do *fund-ing*? Ele operaria apenas a partir de dotações de recursos por parte dos governos participantes (por exemplo, a partir dos ganhos extraordinários das exportações de *com-modities* como o petróleo venezuelano) ou também captaria recursos no mercado internacional de capitais? O poder de voto dos países-membros seria proporcional às dotações iniciais de capital ou não? Quais os critérios para concessão de empréstimos e os mecanismos de fiscalização, garantias, transparência etc.?

O Brasil, de longe a maior economia da região e de cuja adesão sempre dependeu a viabilidade e a relevância da instituição, resistiu de início à proposta, principalmente nos moldes pouco precisos em que estava colocada, preferindo fortalecer as instituições já existentes como CAF e FONPLATA,²⁷ além de acenar com uma atuação regional muito mais forte do BNDES. O principal ponto de resistência seria à função de financiamento de liquidez internacional, além de gerarem desconfiança as idéias de distribuição igualitária do poder de voto e os riscos de politização dos financiamentos, sem garantias e mecanismos rigorosos de avaliação.

Ao longo de idas e vindas da negociação, o Banco do Sul afinal foi sendo aceito pelos brasileiros e, após pelo menos dois adiamentos oficiais, “nasceu” em 9 de dezembro de 2007, em Buenos Aires, com a assinatura de sua ata de fundação por parte de sete nações sul-americanas: além de Argentina, Brasil e Venezuela, Bolívia, Equador, Paraguai e Uruguai. A Colômbia, que surpreendentemente (dado o seu alinhamento com as posições americanas e relativo afastamento dos processos de integração, aguçado pelos conflitos com a Venezuela e seu presidente) havia manifestado interesse em participar, declinou — assim como o Peru e o Chile (este último tendo acompanhado todo o processo de negociações como convidado). Trata-se, sem dúvida, de evento de alto significado simbólico e político, que fortalece o processo de integração e abre espaço para sua sustentação financeira. Porém, as indefinições ainda são grandes.

²⁷ *Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata*, fundado em 1977 e que engloba Argentina, Bolívia, Brasil, Paraguai e Uruguai. Esse também é, evidentemente, junto com outros órgãos menores como o Banco de Desenvolvimento do Caribe (*Caribbean Development Bank*), objeto importante de análise mais aprofundada.

O documento oficial²⁸ — além de dirimir as dúvidas a respeito das funções da instituição (trata-se apenas de um banco de desenvolvimento e não de um provedor de liquidez de curto prazo), de definir a localização de sua sede e sub-sedes (Caracas; Buenos Aires e La Paz, respectivamente) e de indicar que as decisões na instituição serão igualitárias (um país, um voto) — traz como informação mais relevante o prazo de 60 dias (não transcorridos até o momento em que se finaliza o presente texto) para a elaboração do Convênio Constitutivo do Banco do Sul, por parte dos ministros dos países signatários. Espera-se que, com esse outro documento, as outras dúvidas e desavenças — por exemplo, sobre o montante e divisão do capital subscrito pelos países-membros, que se especula chegará a US\$ 7 bilhões — sejam afinal esclarecidas e a instituição possa de fato iniciar suas operações.

Independente dos impasses e indefinições — e até por conta das polêmicas que tem causado — trata-se de uma iniciativa que, além de denotar o compromisso na direção da integração financeira, se apresenta como objeto privilegiado de observação das possibilidades e dificuldades do processo de integração sul-americana. Mas essa iniciativa também levanta uma série de questões mais específicas.

A primeira delas diz respeito aos papéis e ao formato institucional do Banco do Sul. A princípio parece tratar-se de uma proposta adequada ao enfrentamento da segunda frente de problemas e iniciativas de cooperação: o financiamento de longo prazo, absolutamente insuficiente por meio dos mecanismos privados já existentes na região, como explicitado na primeira parte do texto. Esse papel será cumprido de maneira mais adequada quanto maiores forem os cuidados na atribuição dos poderes de voto e veto, e na dotação de recursos — humanos e financeiros — para o direcionamento dos investimentos para um processo de integração comandado pelas nações sul-americanas que atenda aos interesses locais, inclusive dos países mais fracos (e mais carentes de financiamento). Assim, deve-se evitar que a relação julgada inadequada entre órgãos como o BID e as nações tomadoras se repita em um âmbito regional, com Venezuela, Brasil e eventualmente Argentina atuando nessa instituição como fazem atualmente os Estados Unidos, a serviço do seu projeto de integração para a região.

²⁸ Acta Fundacional del Banco del Sur, disponível, entre outros, no seguinte endereço: <http://www.integracionsur.com/sudamerica/ActaFundacionBancoSur2007.pdf>.

Em outras palavras, o Banco do Sul não pode estar a serviço de iniciativas de caráter “sub-imperialista”, nem muito menos de projetos de liderança regional. A princípio, a definição de um poder igualitário contribui para essa direção positiva; mas, por outro lado, pode-se encarar as adesões até agora como sendo o Mercosul mais os andinos liderados pela Venezuela — e nesse sentido, a adesão de Peru, Chile e Colômbia contribuiria para um maior equilíbrio de forças e para elevar o prestígio e também o montante de capital.

Em segundo lugar, parece adequado chamar a atenção para um problema operacional que certamente se colocará diante dos condutores do processo tão logo as iniciativas saiam do papel: a capilaridade necessária para que os financiamentos cheguem aos tomadores finais. A identificação de todas as insuficiências dos sistemas financeiros domésticos leva a questionamentos importantes: quem atuará como repassador dos recursos do Banco do Sul, em que condições de prazo e custos, em que moeda (dado que se trata, necessariamente, de empréstimos trans-fronteiras)? Um rápido exame da configuração dos sistemas financeiros dos principais países da região aponta a existência de uma série de organismos, de diferentes naturezas, que se auto-intitulam “instituições financeiras de desenvolvimento”. A diversidade e a assimetria entre as situações nacionais nesse aspecto — que vão listados no Anexo 2 — fornece um bom ponto de partida para a reflexão sobre essas questões. A ALIDE, fonte das informações do quadro, também é exemplo de que não faltam massa crítica e institucionalidade para fazer avançar, nesse plano, as iniciativas de cooperação financeira.

Uma terceira e importante frente de reflexão, suscitada pelo Banco do Sul e outros mecanismos — principalmente o FLAR —, é a questão do papel que podem vir a desempenhar na organização de um mercado local de títulos de dívida e, indo além, na superação de um dos principais constrangimentos financeiros de ordem externa a essas economias.

Pools de reservas e bancos regionais de desenvolvimento, ainda mais quando bem administrados e tratados como “credores preferenciais” por seus membros, são capazes de separar perfeitamente, aos olhos dos credores, o risco cambial do risco de crédito (que, nesses casos, como já visto, é bem inferior ao dos países individualmente). Isso permitiria que tais organismos emitissem títulos no mercado financeiro internacional denominados nas moedas dos seus sócios. A redução do descasamento monetário nas estruturas ativas e passivas das nações

em desenvolvimento, ademais, seria ajudada pela concessão de empréstimos por esses bancos nas moedas locais. Trata-se de procedimento que já vem sendo adotado pontualmente pelo BID e que decorre diretamente das explicações teóricas acerca do “pecado original” das moedas periféricas (Eichengreen, Hausmann & Panizza, 2005) e também do “caminho da redenção” postulado por aqueles autores (Eichengreen & Hausmann, 2005).

O Banco do Sul teria um papel fundamental a desempenhar aqui, como ressaltado implicitamente por Machinea & Titelman (2007): pode ser um órgão com bom *rating*, que emita e empreste nas moedas locais e acabe fomentando o mercado internacional de títulos em moedas “exóticas”. Da mesma forma (apesar da natureza totalmente distinta), o FLAR também tem grande potencial para isso — como inclusive afirma, explicitamente, um dos pais da idéia do “pecado original”: Eichengreen (2006). Seria, aparentemente, um caminho até mais factível do que o originalmente imaginado para a superação do problema de fundo.²⁹ Obviamente, essas possibilidades estão ligadas a um quarto aspecto, ainda não muito bem esclarecido, sobre o Banco do Sul: a fonte do seu *funding* e as consequências dessa opção. Parece inviável postular a sustentação financeira de uma instituição com o nível de ambição e importância planejada apenas a partir de subscrições de capital por parte de nações sul-americanas. Nesse sentido, até para

²⁹ A engenharia financeira proposta em Eichengreen & Hausmann (2005), cuja viabilidade prática e política parece questionável, pode ser resumida da forma que se segue. Seria criado um índice das taxas de câmbio reais de moedas emergentes ponderado pelo tamanho dos países emissores. Segundo cálculos dos autores, tal índice teria baixa volatilidade, tendência de apreciação e correlação negativa com o consumo nos países centrais — isto é., seria um ótimo instrumento de aplicação e *hedge*. O próximo passo seria o Banco Mundial e outras instituições do gênero lançarem dívida denominada nesse índice — o que separaria o risco cambial do risco do crédito (no caso bastante baixo pela natureza do tomador). Por outro lado, os emergentes cujas moedas formam o índice tomariam recursos do Banco Mundial nas suas próprias moedas e, desde que os empréstimos respeitassem o peso da ponderação original, o problema do descasamento entre ativos e passivos no BIRD estaria resolvido. Adicionalmente, os países mais desenvolvidos (G-10) também lançariam títulos atrelados a esse índice e, em paralelo, fariam operações de *swap* com os emergentes nas moedas de cada um deles. Com o tempo, estariam criados os mercados, profundos e líquidos, de títulos e de *swaps* nessas moedas, e o pecado original seria superado. Tal solução vem justificada pela observação da ocorrência e da superação (ou não) do pecado original em vários países, em outros períodos históricos. Justamente por conta das providências envolvendo as grandes instituições financeiras multilaterais e os países desenvolvidos serem aquelas de maior dificuldade política, as instituições financeiras regionais (tanto bancos de desenvolvimento como fundos de compartilhamento de reserva) surgem como alternativa mais viável para a superação do problema.

garantir a independência (e a relevância) almejada, captações no mercado internacional, ainda que longe de comprometerem as intenções e a natureza da instituição, aparecem como inevitáveis. E aqui outras questões vêm à tona: se se pretende garantir crédito de longo prazo a custos acessíveis e, ao mesmo tempo, manter a saúde financeira da instituição, é necessária a captação a custo baixo. Isso, porém, exigiria bons *ratings* aos olhos dos credores.

Parte das críticas à proposta do Banco do Sul — junto com uma alegada sobreposição de papéis com a CAF, o BID e o Banco Mundial — decorre justamente de uma suposta incapacidade de garantir essas boas avaliações de risco sem adotar os mesmos critérios e exigências tão criticados nos empréstimos oriundos das instituições sediadas em Washington. Tal visão ignora toda a evidência e os argumentos a respeito dos efeitos favoráveis sobre a taxa de inadimplência (e, assim, sobre os *ratings*) que o já largamente citado sentimento de “pertencimento” é capaz de gerar em instituições comandadas por seus principais interessados. Mas, de qualquer forma, a questão do financiamento externo e da avaliação por parte de investidores externos parece também ser crucial e exigir definições claras.

E o mesmo se aplica às boas práticas de gestão financeira: mecanismos de monitoramento e avaliação dos empréstimos, garantias, salvaguardas, critérios claros para a concessão de empréstimos, transparência e *accountability*. São, antes de mais nada, medidas necessárias para que se passe do campo da retórica e das intenções para os resultados práticos que a região e o próprio processo de integração tanto necessitam.

II.iii. Coordenação macroeconômica

Mesmo não sendo objeto específico aqui, cabem alguns breves comentários sobre a terceira e mais avançada frente de integração e cooperação: coordenação macroeconômica e, quiçá, uniões monetárias. Nesse campo, a realidade sul-americana é muito mais pobre em exemplos e rica em dificuldades que vão além dos problemas intrínsecos ao processo de integração regional.

De concreto, merecem ser citados apenas uma tentativa de definição de metas comuns no âmbito do Mercosul, em 2000, e uma Rede de Diálogo Macroeconômico (REDIMA). Sobre esta última, trata-se de um projeto capitaneado pela CEPAL, com apoio da União Européia, cuja segunda fase se desenvolveu em 2005 e 2006, sem grande poder de imposição ou cobrança de resultados e

que parece não avançar além do plano do diálogo.³⁰ Já os objetivos do Mercosul, em termos da coordenação, resultaram em alguns avanços apenas no campo da harmonização de estatísticas; as metas comuns foram até definidas em encontro em Florianópolis em dezembro de 2000, mas a total ausência de mecanismos para garantir o cumprimento das mesmas fez com que os seus resultados práticos fossem nulos, como mostram Machinea & Rozenwurcel (2006).

O quadro decepcionante da terceira frente, pintado por esses dois autores, é bem mais amplo do que esse fracasso pontual. No campo dos diagnósticos, são identificados: a falta de coordenação entre os ciclos macroeconômicos; o nível ainda relativamente baixo de interdependência comercial e praticamente nulo de integração financeira (todos reduzindo a demanda por coordenação); a existência de externalidades macroeconômicas apenas negativas — “contágio” de crises financeiras —, gerando tentativas de diferenciação que só prejudicam ainda mais o processo de integração; e a ausência tanto de mecanismos exógenos de coordenação na área cambial como de um sócio com grande credibilidade que pudesse ser “emprestada” (ambos aspectos cruciais no caminho europeu em direção à gestão macroeconômica unificada). Todos esses desafios apontam para a necessidade — se o objetivo for mesmo o caminho em direção a formas mais avançadas de integração — de um avanço gradual, que parta da estabilidade macroeconômica interna a cada membro e de algum mecanismo de concertação entre as taxas de câmbio e possa ir — com o auxílio de incentivos exógenos e endógenos e em um processo de mútuo reforço com o próprio aumento da integração em outras frentes — caminhando em direção a instrumentos mais concretos de coordenação das políticas.³¹

II.iv. Experiências internacionais

Como último conjunto de elementos desta segunda parte, resta apontar — apenas a título de enumeração para eventuais exames futuros mais aprofundados — algumas experiências internacionais citadas na literatura e que podem servir de fonte de inspiração e de aprendizado para a América do Sul.

³⁰ Ver os detalhes do projeto em <http://www.eclac.cl/redima/>.

³¹ Para outras análises das possibilidades e limites da coordenação macroeconômica na América do Sul, ver Cárcamo (2005) e Sánchez-Gómez (2006). Ressalte-se, novamente, que não se pretendeu aqui aprofundar essa terceira dimensão.

Para além da trajetória europeia — completa e muito rica nas três frentes de cooperação monetária e financeira —, merecem menção especial duas iniciativas asiáticas. No que se refere à cooperação para a provisão de financiamento de curto prazo, o destaque vai para a Iniciativa de Chiang Mai (CMI), composta por um grande acordo de *swaps* expandido entre os membros da ASEAN+3³² e por uma teia de *swaps* bilaterais entre os mesmos. Trata-se da iniciativa mais ambiciosa nessa direção no mundo em desenvolvimento, e que conta com a fundamental participação do Japão.³³ Na segunda frente — a do financiamento do desenvolvimento, também por impulso das economias componentes do ASEAN+3 — se desenvolve na região a *Asian Bonds Market Initiative* (ABMI), um mercado regional de títulos dos países-membros que conta com o apoio do *Executives' Meeting of East Asia Pacific Central Banks* (EMEAP) — que, como o próprio nome sugere, além de fomentar esse mercado regional também funciona como instância de compartilhamento de informações e coordenação de políticas macroeconômicas (englobando, portanto, a terceira frente de cooperação). Trata-se, também, de experiência a ser examinada com atenção, dado que é a única do tipo com participação ativa de países em desenvolvimento — ainda que, como mostra a UNCTAD (2007, p. 129-130), os seus resultados sejam bastante tímidos em termos de integração financeira entre essas economias, particularmente por meio dos títulos de dívida.

No que se refere a bancos de desenvolvimento na Ásia, o grande destaque é o *Asian Development Bank*, que também participa das iniciativas acima citadas (CMI e ABMI). Seu caso também é digno de uma atenção especial, dado que não se trata de um banco controlado apenas pelos países em desenvolvimento asiáticos (como seria o Banco do Sul): os membros não-asiáticos detêm 36,6% do capital subscrito e 35% do poder de voto (15,6% e 12,7%, respectivamente, para os Estados Unidos) e o Japão detém participações iguais às americanas. Mas, no entanto, seu perfil de atuação e suas iniciativas são, à primeira vista, muito mais adequadas à realidade e às necessidades da região do que as do BID na América do Sul.

³² Os membros da ASEAN (Indonésia, Malásia, Filipinas, Cingapura e Tailândia), acrescidos de Coreia, China e Japão.

³³ Da literatura sobre o assunto, vale citar como trabalho recente Park (2006) e, no debate brasileiro, Cunha (2004).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O tema da integração financeira e monetária regional, enquanto contraponto ou alternativa a todas as insuficiências do atual estado de “globalização financeira”, é capaz, pelo menos no plano teórico, de despertar graus bastante elevados de esperança em estudiosos das temáticas aqui abordadas. Para ficar em um exemplo eloqüente, a conclusão do capítulo do TDR dedicado ao tema (UNCTAD, 2007, p. 148) chega a superar o já elevado grau de expectativas apontado na análise de Ocampo (2006):

In fact, regional financial mechanisms may be either a substitute or a complement to international institutions. If the latter do not reform, regional agreements will be an alternative source of financial support even in the long run. But if international financial institutions change their orientation and governance structures in order to take into consideration better the needs and priorities of developing countries, then they could be the central office of a decentralised monetary system in which regional funds would provide for the current financial needs of their constituents. The international institutions would thus function as a second-floor financing source, refinancing the regional institutions and acting as a lender of last resort in case of systemic crises.

Tratando da realidade e das iniciativas concretas da América do Sul nessa direção, os elementos trazidos à tona neste texto não autorizam, por ora, a transferência desse tom para a análise da integração nessa parte do mundo.

Na primeira parte do trabalho, procurou-se fornecer um conjunto de evidências quantitativas que parecem incontornáveis para a reflexão sobre a integração sul-americana no campo monetário e financeiro. De maneira resumida, se conclui que, dentro do universo das chamadas economias emergentes, os membros dessa região apresentam padrões de inserção financeira externa nitidamente inferiores e perfis de atuação de seus sistemas financeiros domésticos muito aquém daqueles verificados em outras localidades, particularmente na Ásia — a despeito da melhora recente, não captada pelos dados comparativos, e que, a nosso juízo, é prematuro julgar como definitiva. Quanto à primeira dimensão evidencia-se, pelo menos no período englobado pelos números utilizados, posições externas líquidas e indicadores de solvência e liquidez bastante insatisfatórios, ainda mais por conta da deterioração expressiva pós-1998; e explicita-se uma estratégia de integração que — com esses resultados negativos, tam-

bém claros na subordinação aos ciclos globais de liquidez — privilegia a via financeira em detrimento da via comercial ou produtiva. Já no que se refere às finanças domésticas predominam (sempre em termos comparativos) o baixo grau de desenvolvimento financeiro, geral e nos segmentos de crédito e de capitais; o primeiro com reduzido grau de cobertura e mercado essencialmente pela ineficiência (que não pode ser atribuída de maneira geral à interferência estatal ou às estruturas de mercado), o segundo com baixas profundidades, giros e volumes negociados. Principalmente nos indicadores relativos à dimensão interna das finanças, a grande exceção que se destaca da adversa realidade sul-americana é o Chile — justamente um dos países que se mostra menos envolvido nas negociações e esforços para a integração do subcontinente.

De qualquer forma, é a esses dois conjuntos de desafios e problemas, em acréscimo às demandas surgidas do próprio processo de integração em si, que as iniciativas de cooperação para o financiamento, de curto e de longo prazo, interno e externo, parecem ter que dar respostas.

Já o esforço da segunda seção — após considerações teóricas e definições conceituais sobre a cooperação e a integração nas dimensões que aqui interessam — foi o de mapear as iniciativas já existentes na região, nas diferentes dimensões. A conclusão geral que se pode extrair é a de que, a despeito dos limites e insuficiências graves no campo da coordenação macroeconômica (que por sua vez decorrem em grande parte das próprias fraquezas do processo de integração como um todo), não faltam instituições e instrumentos com potencial para fazer avançar o processo, nos campos da facilitação regional de pagamentos, financiamento de curto prazo e principalmente do financiamento do desenvolvimento e do próprio processo de integração. Mais importante, tais iniciativas (ou a maior parte delas) apontam para modos de operação, objetivos e comando nitidamente distintos daqueles que, guiados pela ortodoxia econômica e por interesses políticos externos à região, historicamente predominaram.

O que parece faltar (à primeira vista) é um comprometimento maior, principalmente das nações mais importantes, com o rumo que, pelo menos no campo da retórica oficial, consta ter sido escolhido. Volta-se, nesse aspecto, a um dos principais problemas identificados por estudiosos do processo de integração econômica nessa parte do mundo: a distância entre o que se declara e o que se acorda; e entre o que se acorda e o que se pratica (Vaillant, 2007).

Diante de tudo isso, abre-se uma ampla agenda de investigação que, a nosso juízo, deve — além da referência a outras experiências regionais (mais ou menos bem sucedidas) de um mapeamento detalhado de todas as iniciativas de cooperação aqui citadas e das várias outras questões decorrentes levantadas ao longo do texto — se ocupar justamente dos limites para o aprofundamento do caminho oficialmente escolhido. Se há concordância com o rumo da integração como forma de pelo menos atenuar as dificuldades impostas pela globalização financeira (mesmo que o grau de expectativa e ambição demonstrado por algumas autoridades e estudiosos soe um pouco exagerado), merecem atenção especial os entraves, de diferentes naturezas (política, ideológica, operacional etc.) que impedem o processo de avançar de maneira mais célere e adequada às demandas da integração.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARTH, J. R.; CAPRIO JR., G.; LEVINE, R. (2001). The regulation and supervision of banks around the world – a new database. *World Bank Policy Research Working Paper* 2588.

BATISTA JR., P. N. (2006). A América do Sul em movimento. Disponível em <http://www.centrocelsofurtado.org.br/>.

BECK, T.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; LEVINE, R. (2000). A new database on financial development and structure. *World Bank Economic Review* 14, 597-605.

BIANCARELLI, A. M. (2007). *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Campinas: Instituto de Economia-Unicamp, tese de doutoramento.

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

CARNEIRO, R. (2007). Globalização e integração periférica. *Texto para discussão* 126. Campinas: Instituto de Economia-Unicamp.

COMISSIÓN ESTRATÉGICA DE REFLEXIÓN – CER (2006). Un nuevo modelo de integración de América del Sur. Hacia la Unión Sudamericana de Naciones. *Documento final*, disponível no site <http://www.comunidadandina.org/unasur/documentos.htm>.

CUNHA, A. M. (2004). A Iniciativa de Chiang Mai: integração financeira e monetária no Pacífico Asiático. *Revista de Economia Contemporânea* 8 (1), pp. 211-245.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A. (2006). Finance and economic development: policy choices for developing countries. *World Bank Policy Research Working Paper* 3955.

EICHENGREEN, B. (2006). Insurance underwriter or financial development fund: what role for reserve pooling in Latin America? *NBER working papers* 12451. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. (2005). The pain of original sin. In EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. (eds. 2005). *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging-market economies*. Chicago: University of Chicago Press.

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

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. (2003). An essay on the revived Bretton Woods System. *NBER working papers* 9971. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

GRIFFITH-JONES, S. (2002). Uma nova arquitetura financeira como bem público global. In FENDT, R.; LINS, M.A. DEL T. (orgs., 2002). *Arquitetura assimétrica*. São Paulo: Conrad Adenauer.

GUDYNAS, E. (2006). El camino de la integración Sudamericana. *Análisis CLAES D3E/CEADES*, disponível em <http://www.comunidadsudamericana.com/>.

KUWAYAMA, M. (1999). Open regionalism in Asia Pacific and Latin America: a survey of the literature. *Serie comercio internacional* n. 4. Santiago: CEPAL.

LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. (2006). The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004. *IMF Working Paper* 06/069.

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

MACHINEA, J. L.; TITELMAN, D. (2007). ¿Un crecimiento menos volátil? El

papel de las instituciones financieras regionales. *Revista de la CEPAL* n. 91, pp. 7-27, 2007.

MEDEIROS, C. (1997). Globalização e inserção diferenciada da Ásia e da América Latina. In TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes.

OCAMPO, J. A. (2006). La cooperación financiera regional: experiencias y desafíos. In OCAMPO, J. A. (org.,2006). *Cooperación financiera regional*. Santiago: CEPAL (Libros de la CEPAL n. 91).

PALMA, G. (2004). Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina. In FIORI, J. L. (org., 2004). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes.

PARK, Y. C. (2006). Integración financiera en Asia oriental: desafíos y perspectivas. In OCAMPO, J. A. (org.,2006). *Cooperación financiera regional*. Santiago: CEPAL (Libros de la CEPAL n. 91).

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

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

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

UNCTAD (2007). *Trade and development report: regional cooperation for development*. New York and Geneva: United Nations.

VAILLANT, M. (2007). Convergencias y divergencias en la integración sudamericana. *Serie comercio internacional* n. 83. Santiago: CEPAL.

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

Anexo 2**Listagem das instituições financeiras de desenvolvimento, por país**

Argentina	Banco Ciudad de Buenos Aires; Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. (BICE); Banco de la Nación Argentina; Banco de la Provincia de Buenos Aires (BAPRO); Banco de Córdoba S.A.; Banco Credicoop C.L.
Bolívia	Nacional Financiera Boliviana (NAFIBO) S.A.M.
Brasil	Banco da Amazônia S.A. (BASA); Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais S.A. (BDMG); Banco do Brasil S.A. (BB); Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB); Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE); Caixa Econômica Federal (CAIXA); Desenbahia - Agência de Fomento do Estado da Bahia S.A.; Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP); Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE)
Chile	Banco del Desarrollo; Corporación de Fomento de la Producción (CORFO); Instituto de Desarrollo Agropecuario (INDAP)
Colômbia	Banco de Comercio Exterior de Colombia (BANCODELX)
Equador	Banco Ecuatoriano de la Vivienda; Banco del Estado (BEDE); Banco Nacional de Fomento (BNF); Corporación Financiera Nacional (CFN); Superintendencia de Bancos y Seguros
Paraguai	Banco Nacional de Fomento (BNF)
Peru	Banco Agropecuario (agrobanco); Banco de la Nación; Corporación Financiera de Desarrollo S.A. (COFIDE); Federación Peruana de Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (FEPCEMA); Superintendencia de Banca y Seguros (SBS)
Uruguai	Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU); Corporación Nacional para el Desarrollo (CND)
Venezuela	Banco de Comercio Exterior (BANCOEX); Banco de Desarrollo Económico y Social de Venezuela (BANDES); Banco Industrial de Venezuela C.A. (BIV); Banfoandes Banco Universal C.A.; Fondo de Crédito Industrial (FONCREI); Fondo de Desarrollo Agropecuario, Pesquero, Forestal y Afines (FONDAFA); Sociedad Nacional de Garantías Recíprocas para la Mediana y Pequeña Industria S.A. (SOGAMPI)