

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Faculdade de Ciências Econômicas

Bacharelado em Ciências Econômicas

Bruna Pereira Losekann

**A LIQUIDEZ INTERNACIONAL E SUA INFLUÊNCIA NA ATUAÇÃO DO BRASIL  
NOS ARRANJOS DE COOPERAÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA REGIONAL  
NOS ÚLTIMOS 60 ANOS**

Porto Alegre

2020

Bruna Pereira Losekann

**A LIQUIDEZ INTERNACIONAL E SUA INFLUÊNCIA NA ATUAÇÃO DO BRASIL  
NOS ARRANJOS DE COOPERAÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA REGIONAL  
NOS ÚLTIMOS 60 ANOS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado  
como requisito parcial à obtenção do título de  
bacharel em Ciências Econômicas da  
Faculdade de Ciências Econômicas da  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Luiza Peruffo

Porto Alegre

2020

#### CIP - Catalogação na Publicação

Losekann, Bruna Pereira  
A Liquidez Externa e sua Influência na Atuação do  
Brasil nos Arranjos de Cooperação Monetária e  
Financeira Internacional nos Últimos 60 Anos / Bruna  
Pereira Losekann. -- 2020.  
89 f.  
Orientadora: Luiza Peruffo.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,  
Porto Alegre, BR-RS, 2020.

1. Cooperação Monetária e Financeira Regional. 2.  
Liquidez Externa. 3. Ciclos de Liquidez. 4. América  
Latina. 5. Brasil. I. Peruffo, Luiza, orient. II.  
Título.

Bruna Pereira Losekann

**A LIQUIDEZ INTERNACIONAL E SUA INFLUÊNCIA NA ATUAÇÃO DO BRASIL  
NOS ARRANJOS DE COOPERAÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA REGIONAL  
NOS ÚLTIMOS 60 ANOS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Luiza Peruffo

**Aprovada em:** Porto Alegre, 16 de novembro de 2020.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Luiza Peruffo

UFRGS

---

Prof. Dr. André Moreira Cunha

UFRGS

---

Prof. Dr. Luiz Augusto Estrella Faria

UFRGS

## RESUMO

A saída do Brasil do Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos em abril de 2019 levantou a questão do posicionamento do país no que tange sua participação em arranjos de cooperação monetária e financeira regional e se dentre as motivações está a escassez de liquidez como determinante de uma maior ou menor cooperação financeira brasileira. Propõe-se neste trabalho investigar o papel de mecanismos de cooperação monetária e financeira regional para países em desenvolvimento, que enfrentam um constrangimento externo em moeda forte maior do que os países avançados. Assim como estudar a evolução do sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) e sua relação com os movimentos cíclicos de expansão e retração dos capitais internacionais desde o pós-guerra sob uma perspectiva dos países em desenvolvimento. Para responder aos objetivos deste trabalho, utilizou-se como base para a discussão uma revisão da literária sobre cooperação monetária e financeira regional, bem como uma revisão da literatura sobre a evolução do sistema monetário e financeiro internacional e os ciclos de expansão e retração dos capitais internacionais. Além disso, utilizou-se de uma pesquisa nos sites oficiais dos mecanismos de que o Brasil faz parte, uma pesquisa em fontes primárias e secundárias sobre o contexto da adesão ou retirada da participação do Brasil em mecanismos de cooperação regional e uma triangulação entre a revisão de literatura, dados quantitativos e análise crítica dos dados qualitativos.

**Palavras-chave:** Cooperação Monetária e Financeira Regional. Liquidez Externa. Ciclos de Liquidez. América Latina. Brasil.

## ABSTRACT

The departure of Brazil from the Reciprocal Payments and Credits Agreement in April 2019 raised the question of the country's positioning regarding its relationship with other members of other blocs and whether among the motivations is scarcity liquidity as a determinant of greater or lesser Brazilian financial cooperation. It is proposed in this work to investigate the role of regional monetary and financial cooperation mechanisms for developing countries, which face an external constraint in hard currency greater than the advanced countries. As well as studying the evolution of the international monetary and financial system (IMFS) and its relationship with the cyclical movements of expansion and retraction of international capital since the post-war period from the perspective of developing countries. To answer the objectives of this work, a review of the literature on regional monetary and financial cooperation was used as a basis for the discussion, as well as a review of the literature on the evolution of the international monetary and financial system and the cycles of capital expansion and retraction of international capital. Also, a search was made on the official websites of the mechanisms of which Brazil is a part, a survey of primary and secondary sources on the context of the accession or withdrawal of Brazil's participation in regional cooperation mechanisms and triangulation between the review literature, quantitative data and critical analysis of qualitative data.

**Keywords:** Regional Monetary and Financial Cooperation. External Liquidity. Liquidity Cycles. Latin America. Brazil.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Petróleo bruto, preço anual em dólares por barril, 1970-2019

Gráfico 2 – Taxa de Juros Norte-Americana, 1970-1990

Gráfico 3 – Índice de Volatilidade (VIX) da Chicago Board Options Exchange (CBOE) com base nas opções do S&P 500, 1986-1990

Gráfico 4 – Investimento Estrangeiro Direto Líquido em Países da América do Sul, (Brasil e Argentina no eixo direito, demais no eixo esquerdo), 1980-1990

Gráfico 5 – Taxa de Juros Norte-Americana, 1990-2000

Gráfico 6 – Investimento Líquido em Carteira de Países da América do Sul (Brasil e Argentina no eixo direito, demais países no eixo esquerdo), 1990-2000

Gráfico 7 – Investimento Estrangeiro Direto Líquido em Países da América do Sul, (Brasil e Argentina no eixo direito, demais países no eixo esquerdo), 1990-2000

Gráfico 8 – Taxa de Juros Norte-Americana, 2000-2010

Gráfico 9 – Índice de Preços Mundiais das Commodities (combustíveis e não-combustíveis) em dólares, 2000-2016

Gráfico 10 – Investimento Líquido em Carteira de Países da América do Sul, (Brasil no eixo direito, demais países no eixo esquerdo), 2000-2019.

Gráfico 11 – Investimento Estrangeiro Direto Líquido em Países da América do Sul, (Brasil no eixo direito, demais países no eixo esquerdo), 2000-2019.

Gráfico 12 – Índice de Volatilidade (VIX) da *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) com base nas opções do S&P 500, 1999-2009

Gráfico 13 – Taxa de Juros Norte-Americana, 2010-2020

Gráfico 14 – Índice de Volatilidade (VIX) da Chicago Board Options Exchange (CBOE) com base nas opções do S&P 500, 2010-2019

## SUMÁRIO

<b>CAPÍTULO 1. COOPERAÇÃO FINANCEIRA E MONETÁRIA REGIONAL..</b>	<b>17</b>
1.1. Ortodoxia vs. Heterodoxia .....	18
1.2. Teoria das Áreas Monetárias Ótimas .....	20
1.3. Por que os países cooperam? .....	26
1.4. O Custo das Reservas Internacionais Para os Países Emergentes.....	29
1.5. Considerações finais .....	33
<b>CAPÍTULO 2. A EVOLUÇÃO DO SMFI E OS MOVIMENTOS CÍCLICOS DOS CAPITAIS INTERNACIONAIS – SOB UMA PERSPECTIVA DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO.....</b>	<b>35</b>
2.1. Década de 1960: A decadência do Sistema Bretton Woods e o início do mercado de eurodólares .....	36
2.2. Década de 1970: o fim de Bretton Woods e o maior acesso dos países emergentes a liquidez internacional.....	41
2.3. Década de 1980: reação do FED aos preços do petróleo e a crise da dívida da América Latina .....	43
2.4. Década de 1990: abertura comercial e financeira dos países emergentes.....	46
2.5. Década de 2000: início do ciclo das <i>commodities</i> e a crise do <i>subprime</i> nos EUA.....	50
2.6. Década de 2010: reversão do fluxo de capitais devido às mudanças de política monetária EUA .....	55
2.7. Considerações finais .....	59
<b>CAPÍTULO 3. LIQUIDEZ INTERNACIONAL E SUA INFLUÊNCIA NA COOPERAÇÃO REGIONAL BRASILEIRA.....</b>	<b>61</b>
3.1. Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos .....	62
3.2. Mercado Comum do Sul .....	67
3.3. Banco de Desenvolvimento da América Latina .....	70
3.4. Banco do Sul.....	71
3.5. Sistema de Pagamentos em Moeda Local.....	72
3.6. Considerações Finais .....	74
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>77</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>81</b>



## INTRODUÇÃO

Após o término da Segunda Guerra Mundial, o debate sobre cooperação financeira e monetária regional passaram a ocorrer de forma mais frequente. Assim, o contexto das primeiras teorias no assunto era no sentido de mitigar diferenças pelas nações. Na América Latina, sob influência do avanço das estratégias na Europa, com base nas ideias cepalinas, a primeira experiência ocorreu em 1960 com a criação da Aliança Latino-Americana de Livre Comércio (ALALC). Posteriormente, esta seria substituída pela Associação Latino-Americana de Integração (ALADI) que passa por um enfraquecimento em 1980. A ideia de cooperação perde força no América Latina e surgem os blocos sub-regionais com a concomitante aproximação bilateral entre Brasil e Argentina. Alguns anos depois, com a inclusão do Paraguai e o Uruguai surgiria o Mercado Comum do Sul, formalizado na assinatura do Tratado de Assunção em 1991.

O Mercosul, assim como a ALADI e a Comunidade Andina de Nações (CAN), são iniciativas de integração regional que acontecem em paralelo e algumas delas serão híbridas, como o Fundo Financeiro para o Desenvolvimento da Bacia do Prata (Fonplata), a Corporação Andina de Fomento (CAF) e o Banco do Sul. No âmbito do surgimento e desenvolvimento do Mercosul, surgem mecanismos de cooperação regional, como o Fundo para a Convergência Estrutural do Mercosul (Focem) e o Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML), ainda que sua operação seja diferente, pois o Focem consiste em um fundo de financiamento, enquanto o SML seria um facilitador de pagamentos que ocorre entre acordos bilaterais pelos bancos centrais. Por outro lado, no contexto da ALADI surge o Convênio de Créditos e Pagamentos Recíprocos (CCR) que consiste em um mecanismo multilateral de compensação de pagamentos entre os Bancos Centrais dos seus países membros<sup>1</sup>.

A vulnerabilidade externa países latino-americanos frente as contrações e expansões de ciclos de liquidez pode ser considerada um fator decisivo no contexto de criação do CCR. Este mecanismo facilitador de pagamentos e de compensação comercial vinha como alternativa para os países em desenvolvimento para corrigir déficits no balanço de pagamentos devido à dificuldade destes países em gerar divisas.

---

<sup>1</sup> Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, México, Paraguai, Peru, Uruguai, Venezuela e República Dominicana. O Brasil comunicou sua saída em abril de 2019.

Em outras palavras, havia uma dificuldade de gerar superávit em conta corrente na conta financeira e era necessário o uso de reservas internacionais. Assim, este trabalho se debruça na concepção de que a criação do CCR tenha ocorrido com objetivo de reduzir o uso de dólares.

Já por volta dos anos 2000, com o início do ciclo das commodities, os países em desenvolvimento começam a acumular grandes volumes de reservas internacionais, sendo a escassez de dólares não mais uma preocupação. Contudo, surge o SML em 2008 e a perspectiva passa a ser de que os países estão buscando reduzir sua dependência em dólares, pois mesmo que esta moeda já não fosse de difícil acesso, operar em moedas locais oferecem benefícios, como menor vulnerabilidade a variações de câmbio e consequente redução dos custos de transação.

Utiliza-se dos argumentos de Ocampo (2006), em que afirma existirem quatro motivações a favor das instituições financeiras regionais como meio para fortalecer a arquitetura financeira internacional. O autor aponta que o crescimento das interrelações países tende fortalecer o vínculo destas através das instituições regionais e, portanto, seriam capazes de proteger as distintas de regiões de crises financeiras. Bem como a importância do sentimento de “pertencimento” existente em organizações regionais e semirregionais, que podem se traduzir em menores riscos e função de credor privilegiado em caso de financiamentos e fundos de reserva.

Conforme apontado por De Conti, Prates e Plihon (2014, p. 346), o Sistema Monetário Internacional (SMI) sempre foi assimétrico, composto por moedas que ocupam posições centrais, outras que ocupam posições secundárias e por aquelas que são quase completamente ignoradas no contexto internacional. Essa assimetria seria apontada como uma hierarquia entre as moedas dos países e uma diferenciação na autonomia de política monetária dos diferentes países, bem como possibilidades de ajustes a eventuais desequilíbrios em seus balanços de pagamentos. Afirma ainda que a demanda dos investidores estrangeiros pelos ativos domésticos permite observar o comportamento dos fluxos de capitais que se direcionam a esses países e, por conseguinte, os impactos desses sobre as taxas de câmbio e juros e, por fim, sobre as políticas econômicas domésticas.

Segundo a concepção de Plihon (2001), a liquidez consiste na capacidade de um ativo ser transformado em um meio de pagamento sem que haja perda de capital, sem custos de transação e sem demora. Levando este conceito para o âmbito global,

argumenta ainda que liquidez internacional é a capacidade de um ativo ser trocado, nas condições anteriormente citadas, contra um meio de pagamento amplamente aceito em âmbito internacional. Desta maneira, as moedas que exercem as funções da moeda nesse âmbito internacional são liquidas na sua definição, visto que já são um meio de pagamento global e sendo também reserva de valor e unidade de conta, possibilitam a conversão de moeda entesourada em poder de liquidação de contratos ou poder de compra sem perda alguma, seja ela monetária ou temporal. Enquanto as moedas periféricas não exercem nenhuma das funções da moeda em âmbito internacional, mesmo que sejam liquidas em seu país emissor, no contexto internacional a situação é distinta.

Além disso, Prates (2002) afirma que a direção e o volume dos fluxos de capitais para os países periféricos são determinados essencialmente por fatores exógenos a esses países. Sendo um fator estrutural da emergência da globalização financeira em que os determinantes desses fluxos consistiriam em distintos momentos do ciclo econômico mundial e o nível das taxas de juros do país de moeda central – dólar – e, em um segundo momento, dos outros países centrais – euro e iene –, os quais determinam o grau de liquidez dos mercados financeiros internacionais. Os fatores domésticos que determinam a repartição desses fluxos entre os países periféricos seriam o desempenho das suas taxas de câmbio e juros domésticas. Contudo, em momentos de reversão do ciclo de liquidez, essas características nacionais perdem a importância e, num ambiente de finanças liberalizadas, ocorre o retorno dos capitais ao seu país de origem.

Outro ponto destacado neste trabalho é a saída do Brasil do Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos em abril de 2019, pois levantou a questão do posicionamento do país no que tange sua relação com os demais membros de outros mecanismos de cooperação e se dentre as motivações estaria a escassez de liquidez como determinante de uma maior ou menor integração financeira brasileira. O histórico do país na negociação do Banco do Sul mostra algum receio em fazer parte de algumas modalidades de mecanismos, como aqueles que oferecem financiamento em momentos de crise, por exemplo. Aborda-se aqui se a situação confortável do Brasil atualmente no que tange o acúmulo de reservas internacionais possibilita margem maior de manobra nesses momentos se comparado aos demais países da região, permitindo uma postura que não vá no sentido de cooperar.

O objetivo geral deste trabalho é analisar a participação do Brasil em arranjos de cooperação monetária e financeira regional nos últimos 60 anos considerando os ciclos de expansão e retração da liquidez externa. A pergunta que se busca responder é a seguinte: é possível estabelecer alguma relação entre a tomada de decisão por parte do Brasil em se aproximar ou se afastar dos demais países da América Latina através de mecanismos de cooperação regional e os períodos de bonança e crise internacional? Em outras palavras, será que os movimentos cíclicos dos capitais internacionais têm alguma influência para o desenho de mecanismos de cooperação monetária e financeira regional? Define-se como objetivos específicos (i) investigar o papel de mecanismos de cooperação monetária e financeira regional para países em desenvolvimento, que enfrentam um constrangimento externo em moeda forte maior do que os países avançados; (ii) sob uma perspectiva dos países em desenvolvimento, estudar a evolução do sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) e sua relação com os movimentos cíclicos de expansão e retração dos capitais internacionais desde o pós-guerra; e (iii) analisar o contexto e motivação subjacente para a participação do Brasil em mecanismos de cooperação monetária e financeira regional.

Para responder aos objetivos deste trabalho, a metodologia envolverá: (i) revisão da literatura sobre cooperação monetária e financeira regional; (ii) revisão da literatura sobre a evolução do sistema monetário e financeiro internacional e os ciclos de expansão e retração dos capitais internacionais; (iii) pesquisa nos sites oficiais dos mecanismos de que o Brasil faz parte; (iv) pesquisa em fontes primárias e secundárias sobre o contexto da adesão e/ou retirada da participação do Brasil em mecanismos de cooperação regional; e (v) triangulação entre a revisão de literatura, dados quantitativos e análise crítica dos dados qualitativos.

Trabalha-se com as seguintes hipóteses: (i) o SMFI é inerentemente hierárquico, sendo que os países em desenvolvimento possuem graus menores de liberdade para conduzir suas políticas macroeconômicas (fiscal, monetária e cambial) e de desenvolvimento em comparação com os países avançados; (ii) os ciclos de liquidez internacionais são um elemento estrutural da era da globalização financeira; (iii) períodos de retração dos capitais internacionais, associados com momentos de incerteza e/ou crise, exacerbam o constrangimento externo estrutural enfrentado pelos países em desenvolvimento; (iv) na ausência de uma reforma substancial na arquitetura internacional, mecanismos de cooperação monetária e financeira entre países em

desenvolvimento podem ser considerados como uma alternativa *second best* para lidar com as instabilidades do SMFI; (v) a cooperação monetária e financeira pode ser uma estratégia de desenvolvimento regional, fortalecendo países vizinhos enquanto bloco e aumentando seu poder de barganha em negociações com o resto do mundo; (vi) arranjos de cooperação regional carregam um forte componente político.

A fim de atingir o objetivo deste trabalho, o mesmo está dividido em três capítulos além deste introdutório e o de conclusão. Em primeiro lugar, faz-se uma revisão da literatura como forma de embasamento para as motivações que levam os países a utilizarem a estratégia do tipo *second best* na ausência de uma reforma na arquitetura financeira e monetária internacional. Em seguida, acompanha-se a evolução do SMFI, no que tange expansões e retrações dos ciclos de liquidez utilizando para análise dados como a taxa de juros norte-americana, conta de capitais privados – investimento estrangeiro direto e investimento em carteira –, o VIX (índice de volatilidade de preços das ações) e a variação do preço das commodities. Por fim, observa-se se em momentos de retração ou expansão de liquidez é possível observar maior ou menor proximidade do Brasil com países vizinhos no sentido de cooperar monetária e financeiramente, com objetivo de estabelecer alguma relação entre os arranjos de cooperação formados e supracitados no capítulo um e momentos de abundância ou escassez de liquidez internacional estudados no capítulo dois.

## **CAPÍTULO 1. COOPERAÇÃO FINANCEIRA E MONETÁRIA REGIONAL**

O presente capítulo tem por finalidade avaliar como a cooperação financeira regional pode reduzir a vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento, particularmente os países da América do Sul e, se na ausência de uma reforma substancial na arquitetura internacional, mecanismos de cooperação monetária e financeira entre países em desenvolvimento podem ser considerados como uma alternativa *second best* para lidar com as instabilidades do SMFI.

Um sistema de cooperação regional, para os propósitos da análise consiste, por exemplo, em um acordo entre países para conformar um fundo de reservas ou mecanismos de *swap* de moedas para mitigar efeitos adversos provocados por crises de liquidez. Este sistema teria por objetivos centrais: i) complementar as linhas de crédito disponíveis no sistema multilateral (FMI); ii) reduzir a propagação regional de crises por contágio; e iii) promover a integração financeira regional por meio de instrumentos com características contracíclicas.

Serão abordados neste capítulo, a concepção de Amado e Mollo (2004, p. 129-156) no que tange o aprofundamento do processo de integração e a redução progressiva gerada por este nas barreiras para as relações econômicas entre os países membros. Assim como reduz o poder dos Estados nacionais em realizar políticas dentro dos arranjos. Segundo esta literatura, quanto maior for a importância da ação estatal nas diferentes concepções econômicas, maior tende a ser o ceticismo quanto as integrações profundas entre países. Reconhecendo, portanto, a importância do papel regulador do Estado – sob o ponto de vista keynesiano – que os processos de integração devem ser flexíveis, possibilitando a administração de especificidades dos países e evitando abdicação de políticas nacionais.

Além disso, aborda-se a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (TAMO) como referência básica para análise dos processos de integração monetária e busca-se verificar sob que circunstâncias seria vantajoso para um conjunto de economias adotar câmbio fixo ou até mesmo uma moeda única, em detrimento de sua autonomia da gestão das políticas macroeconômicas, principalmente na esfera cambial e monetária (BICHARA, CUNHA e LÉLIS, 2008).

Por outro lado, argumenta-se que a decisão de um país em fazer parte de um mecanismo de cooperação regional é determinada pelas vantagens e desvantagens que este vislumbra em decorrência de ter (ou não) políticas monetárias ou fiscais centralizadas que o possibilitem promover a integração econômica. Sendo assim, a decisão de um país em fazer parte de um arranjo de cooperação, um *trade-off* entre ganhos microeconômicos resultantes do processo de coordenação de políticas em contrapartida da perda macroeconômica das restrições que as autoridades monetárias passam a ter no sentido de operar de forma independente sua política econômica (FERRARI FILHO e DE PAULA, 2002).

Apona-se a flexibilização como fator determinante para economias em desenvolvimento que se caracterizavam como receptoras líquidas de poupança externa, passaram a gerar superávits em conta corrente acumulando crescente volume em reservas internacionais. Combinado a melhora dos termos de troca, segundo Ocampo (2007), houve uma redução da dependência da Ásia e da América Latina do financiamento externo. Além disso, ressalta-se os crescentes custos de manutenção da estratégia de acumulação unilateral de reservas, o que reaviva o interesse de países em desenvolvimento pela cooperação financeira, mais especificamente por mecanismos regionais de liquidez mediante fundos de reserva e acordos de swaps de moedas.

Analisando o papel dos mecanismos de cooperação monetária e financeira regional para países em desenvolvimento, o capítulo seguinte divide-se em cinco seções. A primeira seção apresenta as concepções ortodoxas e heterodoxas em relação aos benefícios e custos da integração regional. A segunda seção apresenta a Teoria das Áreas Monetárias Ótimas. A terceira seção discute as motivações para cooperação regional entre os países. A quarta seção destaca essencialmente o papel do constrangimento externo em moeda forte enfrentado pelos países em desenvolvimento. A última seção apresenta as considerações finais do capítulo.

### **1.1. Ortodoxia vs. Heterodoxia**

Uma integração de maior profundidade terá como resultado uma maior liberalização das relações econômicas entre os países e um menor poder regulamentador dos Estados nacionais para realizar políticas específicas. Isto tende a ser um problema maior quando as diferenças entre os países são maiores. Isto é, se a integração é

restringida a preferências tarifárias, a política econômica de cada país tem uma margem de manobra reduzida para intervir não apenas com relação às transações de mercadorias e serviços que devem entrar nas preferências tarifárias, como também o comprometimento de sua autonomia para estabelecer uma política monetária.

Por um lado, o aprofundamento do processo de integração reduz progressivamente as barreiras para as relações econômicas entre os países membros; por outro, reduz igualmente o poder dos Estados nacionais para realizar políticas próprias, como resultado da necessidade de harmonizar as políticas dentro do bloco integrado. Portanto, conforme Amado e Mollo (2004, p. 129-156) “quanto maior for a importância da ação estatal nas diferentes concepções econômicas, maior tende a ser o ceticismo quanto as integrações profundas entre países diferentes”.

A concepção ortodoxa de integração regional defende que a liberalização de mercados seria justificada pela implementação de uniões monetárias (MOLLO e AMADO, 2001). Esta parte da concepção neoclássica mais antiga chegando até as mais atuais dos novos-keynesianos e novos-clássicos, a qual consiste na crença no mercado como sistema mais eficiente de regulação econômica unindo esses autores em maior ou menor grau, levando-os a esperar a convergência econômica entre países mais e menos desenvolvidos, onde o capital flui dos primeiros para os últimos em busca de rentabilidades maiores, estas em consequência de maiores oportunidades de investimento. As integrações, portanto, quanto mais aprofundadas forem mais relacionados os países estarão por meio do sistema de preços de mercado.

Os controles monetários e regras de emissão para controlar gastos públicos são entendidos pelos ortodoxos num âmbito em que a união monetária funcionaria como uma forma de garantir a disciplina monetária, permitindo aos governos contornarem pressões domésticas e evitando que os mesmos pratiquem políticas inflacionárias próprias para cobrir déficits – tendo em vista que a moeda é neutra e sua emissão não tem efeitos no curto, mas sim, no longo prazo, gerando aumento do índice geral de preços ou inflação (AMADO e MOLLO, 2004).

No ponto de vista heterodoxo, as propostas de integração devem ser caracterizadas pelas particularidades de cada membro, bem como por explorar as complementariedades entre os países. Aqui é reconhecida a importância do papel regulador do Estado que, sob o ponto de vista keynesiano, os processos de integração



devem ser flexíveis, possibilitando a administração de especificidades dos países e evitando a necessidade de abdicação de políticas nacionais (AMADO e MOLLO, 2004).

No que diz respeito à concepção de não neutralidade da moeda dos heterodoxos, a visão varia de acordo com a escola, pois os marxistas destacam que cada moeda traduz estruturas positivas específicas, de modo que uma união monetária forçaria ajustes cujo custo social poderia ser muito elevado e permanente; já para os pós-keynesianos, as dificuldades enfrentadas seriam relacionadas às diferentes preferências pela liquidez entre países e regiões com níveis de desenvolvimento distintos, isto é, em cenário de incerteza, no qual a liquidez significa segurança e proteção, a taxa de juros é o instrumento que estimula os agentes a abrirem mão da liquidez. Na segunda concepção, a dinâmica monetária tenderia a aumentar as desigualdades regionais – e não reduzir, como propõe a teoria ortodoxa –, uma vez que a maior demanda por liquidez nas regiões menos desenvolvidas, como resposta a maior incerteza, se reflete em taxas de juros mais elevadas, inibindo o investimento e o crescimento (AMADO e MOLLO, 2004).

Chegando à conclusão oposta, as teorias monetárias heterodoxas anunciam uma maior desigualdade quando se abrem as fronteiras mercantis, seja em razão dos processos de concentração/centralização com a concorrência intensificada, seja em vista da preferência pela liquidez maior nos países/regiões menos desenvolvidos. Além disso, o ponto de vista monetário ortodoxo defende a neutralidade da moeda a curto ou longo prazo – isto é, aumentos nos preços relativos, têm efeito permanente sobre o nível geral de preços – e é necessário evitar elevações no último de modo a não confundir os agentes econômicos e sua eficiência alocativa, elucidando um dos principais motivos de preocupação nas concepções liberais: o controle inflacionário. Após revisitar as concepções monetárias, a próxima seção analisa – através de revisão da literatura – a teoria que define uma área monetária ótima.

## **1.2. Teoria das Áreas Monetárias Ótimas**

A Teoria das Áreas Monetárias Ótimas (TAMO) consiste na referência básica para análise dos processos de integração monetária e busca verificar sob que circunstâncias seria vantajoso para um conjunto de economias adotar o câmbio fixo – ou, no limite, uma moeda única – em detrimento da autonomia da gestão das políticas

macroeconômicas, especialmente nas esferas monetárias e cambial. (BICHARA, CUNHA e LÉLIS, 2008). O conceito de AMOs é oficialmente devido a Robert Mundell (1961), pois foi o primeiro a propor a constituição de uma AMO, uma região geográfica dentro da qual as taxas de câmbio fixas e unificadas são capazes de promover eficiência econômica.

A defesa de uniões monetárias nas teorias ortodoxas apresenta duas razões principais: a liberalização dos mercados e a estabilidade do nível geral de preços – presente tanto no trabalho pioneiro de Mundell (1961) e das contribuições de McKinnon (1963) e Kenen (1969), quanto nas versões mais modernas da ortodoxia com os novos keynesianos e novos clássicos.

A ideia de câmbio flexível foi rejeitada por Mundell (1961) como instrumento eficiente para garantir de forma simultânea equilíbrio externo e pleno emprego e sugeriu um regime cambial no qual dois países, no mínimo, fixam a taxa de câmbio entre si gerando preços relativos estáveis e promovendo a integração regional. Esta análise destaca a mobilidade de fatores como elemento central na definição de uma área monetária ótima e, portanto, quanto maior a mão-de-obra/capita dentro de uma região e menor essa mobilidade através de suas fronteiras, mais essa região se caracterizaria como uma AMO (FERRARI FILHO e DE PAULA, 2002).

Mesmo com a taxa de câmbio flutuante, um país com mobilidade de fatores insuficiente poderá apresentar níveis diferentes de emprego e de inflação ao longo de seu território nacional. Da mesma forma, uma vez verificada a elevada mobilidade de fatores de determinados países, taxas de câmbio flexíveis se tornam desnecessárias. Além disso, é importante destacar que o limite da AMO estaria associado ao trade off entre mobilidade de fatores de produção e o tamanho da região – de modo que uma das implicações da análise é que as fronteiras de políticas não coincidem necessariamente com as fronteiras monetárias. Mundell argumenta que o regime cambial fixo seria apropriado para áreas nas quais exista uma elevada mobilidade de fatores e, entre áreas com pouca mobilidade de fatores, taxas de câmbio flexíveis seriam mais adequadas.

Ainda segundo Mundell (1961), a mobilidade do fator trabalho é responsável pelo melhor ajustamento de uma economia em face de choques econômicos e, uma vez que a mobilidade de fatores é alta internamente, o regime de taxas de câmbio flexíveis seria o suficiente para garantir a estabilidade. Contudo, se o país não é homogêneo – isto é, com pouca mobilidade do fator trabalho –, o argumento da utilização das taxas de

câmbio flexíveis teria validade somente se houvesse reorganização do território regional – buscando a homogeneidade da atividade produtiva. Assim, a mobilidade de fatores é alcançada somente em regiões com características econômicas similares. Se um país possui uma região agrícola e uma industrial, a mobilidade de mão-de-obra entre esses dois setores é menor devido às exigências de qualificação e isso seria a causa dos efeitos assimétricos que ocorreriam no país.

Segundo Mundell (1961), a homogenia da estrutura produtiva e da mobilidade do fator trabalho depende de uma área monetária ótima de dimensão reduzida<sup>2</sup> e, quanto menor for o domínio da moeda utilizada na área monetária, maiores serão os custos de transação associados ao comércio internacional. Cabe ressaltar ainda que, países pequenos geralmente têm uma demanda grande de produtos importados e há ainda o fato de a área monetária produzir um único produto, o que teria como consequência um custo de transação ainda maior. Então, ainda que um país pequeno obedeça aos critérios da TAMO como ótimo, poderia não ser o melhor arranjo em termos de bem-estar.

Com o objetivo de obter um dimensionamento mais apropriado de uma AMO, McKinnon (1963) desenvolve a ideia de *ótimo*, utilizada para definir uma área monetária levando em consideração os equilíbrios interno e externo. O termo é empregado para descrever uma área monetária dentro da qual as políticas fiscal e/ou monetária juntamente com a flexibilidade cambial – entre a região e o restante do mundo – podem ser usadas para obter a melhor solução possível no que tange à manutenção do pleno-emprego, à estabilidade de preços e ao equilíbrio no balanço de pagamentos.

A contribuição de McKinnon (1963) consiste na defesa de que o tamanho da economia e o seu grau de abertura são as variáveis fundamentais na determinação de uma AMO – ou a relação entre a produção de bens transacionáveis e não-transacionáveis de um país. Dessa forma, quanto maior e mais aberta fosse a economia de uma região, mais eficiente seria o câmbio fixo para controlar o equilíbrio externo e a estabilidade interna do nível de preços.

A concentração industrial, segundo apontado por McKinnon (1963), tende a ocorrer em uma região geográfica, tornando-se difícil distinguir entre baixa mobilidade

---

<sup>2</sup> Segundo Kenen (1969), perfeita mobilidade de trabalho inter-regional requer perfeita mobilidade ocupacional e, isso é válido somente quando trabalho é homogêneo. Assim, uma área monetária ótima na interpretação de Mundell sempre será pequena (HORVATH, 2003).

geográfica e baixa mobilidade interindustrial. Se uma das regiões puder desenvolver outro tipo de indústria – criando mobilidade interindustrial – não é necessário haver mobilidade do fator trabalho entre as regiões. Sendo assim, para ele, regiões distintas poderiam formar uma área monetária ótima desde que houvesse possibilidade de mudanças da estrutural industrial.

Segundo McKinnon (1963), uma área monetária ótima é definida pela razão entre produtos comercializáveis e não comercializáveis e quanto ao seu grau de abertura, isto é, quanto mais aberta for a economia, mais esta estará inclinada a ter taxas de câmbio fixas ou a taxa de câmbio flexível é mais adequada para casos de nações com economia mais fechada.

O grau de diversificação das economias é condicionado, segundo Kennen (1969), ao critério cambial. Isto é, economias mais diversificadas, em termos de produção e consumo, seriam menos vulneráveis às alterações abruptas nos termos de troca em função, por exemplo, da queda da demanda por exportações, reduzindo a volatilidade sobre a taxa de desemprego. Desse modo, os efeitos de flutuações do nível de demanda por exportações<sup>3</sup> seriam mitigados pelo grau de diversificação da economia.

O autor argumenta que primeiro deveria considerar o grau de mobilidade de fatores de produção intraindústria para determinar a escolha do regime cambial ótimo e sua base se consiste no grau de diversificação de uma economia, isto é, quanto mais diversificada ela fosse, mais incentivos tal região teria para fazer parte de uma união monetária. As características estruturais das economias são essenciais para definir o regime de câmbio ótimo, haja vista que são essas que determinam a capacidade de absorver choques exógenos por uma economia (FERRARI FILHO e DE PAULA, 2002).

Uma AMO precisa de diversificação de produto, pois em casos de choques com efeitos assimétricos, teriam consequências menos significativas se comparados a economias menos diversificadas. Sua concepção é fundamentada na ideia de que mudanças positivas em algumas exportações irão compensar mudanças negativas em

---

<sup>3</sup> Em uma economia diversificada, possíveis flutuações na demanda por exportações diminuem a possibilidade de transmissão de choques e diminuem seus impactos sobre as economias domésticas. A mobilidade interna de fatores, tal como em Mundell (1961), não deixa de ser uma afirmação válida, pois uma vez sendo a economia doméstica diversificada, o número de oportunidades de emprego se eleva.

outras, já que enquanto a demanda por alguns bens aumenta a demanda por outros diminui. Desse modo, um choque de demanda específica causaria menos danos sobre uma economia diversificada.

O critério utilizado por Grubel (1970) para formação da área monetária é o nível de bem-estar e seria adequado reservar tal termo aos casos em que se tem uma rede de maximização de bem-estar mundial. O exemplo citado por ele é o da comunidade europeia da década de 1960, onde os membros possuíam preferências sobre as taxas de inflação e despesas públicas na agricultura divergentes e, desse modo, a perda de bem-estar deve ser utilizada para medir o efeito total da integração econômica. Contudo, Ricci (1997) contesta o uso da maximização do bem-estar como regra de identificação de uma área monetária ótima devido à sua natureza subjetiva.

A definição de Kouparitsas (2001) consiste no resultado das regiões expostas predominantemente as fontes de distúrbios econômicos comuns e a importância relativa desses choques deve ser semelhante entre as regiões, elas devem ter respostas similares a esses e, se uma região apresentar um distúrbio econômico específica – choque idiossincrático –, ela terá que ser capaz de promover ajustamento rápido. Se as regiões obedecerem aos critérios estabelecidos, terão flutuações da atividade econômica regional semelhantes e, por conseguinte, políticas econômicas nacionais responderão otimamente. Frankel e Rose (1996) destacam que, mesmo que verificar as flutuações econômicas seja importante, deve-se atentar para o comportamento do comércio e o grau de mobilidade de trabalho.

Horvath e Komarek (2003) sugerem que existem ainda duas possibilidades teóricas que levariam ao ajustamento ou que auxiliam no processo, sendo uma delas a flexibilidade salarial e a outra, a política fiscal em que a região que sofre uma pressão de demanda poderia ter as tarifas de tributação aumentadas de forma que ocorra uma transferência orçamentária e a economia caminhe para o ajustamento. Contudo, consistem em argumentos de difícil aplicação, pois a rigidez de salários é difícil de ser eliminada devido ao poder de barganha dos sindicatos e a implementação de uma política fiscal é, em essência, uma alternativa de médio e longo-prazo.

Dentre às críticas feitas a TAMO e aos critérios de definição da área monetária, Horvath e Komarek (2003) afirmam que o *trade off* entre inflação e desemprego, ao contrário da suposição de Mundell (1961), não existe no longo prazo. McKinnon (2002, p. 343-364) critica a suposição das expectativas estacionárias, pois como estratégia de

modelagem, Mundell assumiu que as pessoas mantêm imutáveis as expectativas sobre os preços, as taxas de juros e as taxas de câmbio. Ele presumiu que os agentes do setor privado não tentam antecipar movimentos futuros nas taxas de juros, níveis de preços e taxas de câmbio, tampouco a condução de política econômica.

Segundo destacado por McKinnon (2002, p. 343-364), Mundell teria reformulado sua argumentação relativa à Teoria das Áreas Monetárias Ótimas em dois artigos de 1970 com uma perspectiva mais moderna e analítica para a questão. Esta consistia que os países com flutuações econômicas assimétricas podem beneficiar-se dos ingressos em uma área monetária devido ao compartilhamento do risco – *risk sharing* – que funcionaria como uma rede de segurança entre os participantes da área. E, se os países da área possuem um banco central comum, haveria uma melhora na alocação de capital, ausência de incerteza na evolução das taxas de câmbio e os ativos seriam mais diversificados em função da posse cruzada de ativos financeiros. Poderiam também suavizar choques de consumo em caso de perda de real em um dos países, por exemplo, emprestando e tomando emprestado no mercado de crédito de países membros – comércio intertemporal – ou através de um sistema fiscal (KIM, KIM e WANG, 2003). Outra vantagem é o fato de as reservas cambiais terem de aumentar menos que proporcionalmente ao aumento do tamanho da economia.

Enquanto Horvath (2003) menciona críticas à mobilidade do trabalho como a de Grubel (1970), que ressalta a falta de um critério mais rigoroso para definição de graus de mobilidade de trabalho – pois este seria um conceito muito amplo e de difícil aplicação em modelos –, Corden (1973) critica a possibilidade de utilização da mobilidade de mão de obra para os ajustes a choques assimétricos, pois os trabalhadores poderiam ter restrições religiosas, familiares ou culturais para migrar.

De acordo com a TAMO, a adoção de um regime de câmbio fixo seria mais adequado para países completamente integrados de modo que as condições que influenciariam a decisão de unificação monetária seriam: (i) tamanho e grau de abertura da economia; (ii) grau de movimento dos fatores de produção, capital e trabalho; (iii) grau do comércio intrarregional e diversificação da produção; (iv) capacidade de ajuste da economia frente choques assimétricos (FERRARI FILHO e DE PAULA, 2002). Visto os fatores que seriam necessários para determinar uma AMO, a seção seguinte procura investigar o motivo pelo qual os países buscam entrar em tal arranjo.

### 1.3. Por que os países cooperam?

Argumenta-se que a decisão de um país de fazer parte de um mecanismo de cooperação é determinada pelas vantagens e desvantagens que este tem em decorrência de ter (ou não) políticas fiscal ou monetária centralizadas que possibilitem promover a integração econômica, bem como da capacidade de adoção de políticas de coordenação macroeconômica. A decisão de um país fazer parte de uma união monetária envolve o seguinte *trade-off*: “ganhos microeconômicos resultantes do processo de coordenação da política econômica vis-à-vis perdas macroeconômicas como consequência das restrições que as autoridades monetárias passam a ter no sentido de operar de forma independente à política econômica” (FERRARI FILHO e DE PAULA, 2002).

As vantagens de estar integrado a uma união monetária estão relacionadas especialmente à maior eficiência microeconômica, uma vez que (i) a taxa de inflação nas uniões monetárias é significativamente menor; (ii) os custos de *hedge* e de transação dos agentes com relação aos riscos cambiais são reduzidos ou eliminados; (iii) a eliminação das barreiras tarifárias harmoniza os preços dos produtos, colocando-os em linha com os preços internacionais (lei do preço único); (iv) eliminam-se as barreiras sobre mobilidade dos fatores de produção; e (v) há estímulo à integração regional. Contudo, entende-se que a maior desvantagem de um país integrar uma união monetária é justamente a perda de autonomia de sua política econômica para promover o crescimento e o equilíbrio do balanço de pagamentos (FERRARI FILHO e DE PAULA, 2002, p. 177).

O primeiro argumento refere-se às demandas intrínsecas ao próprio processo de integração. O “regionalismo aberto” exige cooperação financeira em vários sentidos complementares: proteção diante de crises de balanço de pagamento, redução da assimetria de informações no plano regional, ganhos de custo de aprendizagem e adaptação às normas internacionais, entre outros. O segundo argumento põe ênfase na necessidade da construção de uma complementaridade entre as instituições financeiras multilaterais e as regionais, a ideia de uma “divisão de trabalho” entre as duas esferas. O terceiro ponto ressalta que a promoção de certo grau de concorrência entre as esferas regional e multilateral promoveria uma melhor atenção às necessidades dos países em desenvolvimento, particularmente daqueles de menor tamanho ou com necessidades específicas. Finalmente, o quarto argumento é de natureza política e enfatiza a baixa

representatividade e poder de influência das economias menos desenvolvidas nas agências multilaterais. Em resumo, o espaço regional seria entendido como um âmbito mais propício para colher os benefícios da abertura financeira e promover o desenvolvimento financeiro, resultando em maior resistência ao contágio e à volatilidade financeira (OCAMPO, 2006).

A ideia de poupança prévia necessária ao investimento é sustentáculo teórico de tais propostas de liberalização, uma vez que a teoria ortodoxa diz que as poupanças migram dos países mais desenvolvidos, onde a rentabilidade é menor em razão da escassez de oportunidades de investimento, para aqueles menos desenvolvidos, onde tais oportunidades são abundantes e a rentabilidade alta, o que tende a reduzir as desigualdades quanto maior for a facilidade de migração de capitais, o que ocorre com a liberalização (MOLLO e AMADO, 2001).

A experiência asiática recente, a qual decorreu da crise financeira de 1997-1998 e que seria um divisor de águas na percepção da região sobre a necessidade de se criar ou aprofundar espaços institucionais e instrumentos com maior efetividade, capazes de criar uma cooperação monetária e financeira mais profunda na região. A crise serviu para revelar dois aspectos até então pouco considerados pelos *policymakers*: (i) o efeito-contágio, independentemente de ser advindo da já intensa integração econômica regional ou da pouco seletiva percepção dos investidores ocidentais sobre o risco específico de cada país, poderia introduzir fontes adicionais de instabilidade que superem a capacidade doméstica de implementar políticas de contenção de crises; e (ii) os pacotes de socorro financeiro, liderados e implementados pelas instituições sediadas em Washington, poderiam ser o “cavalo de Tróia” a invadir a cidadela das estratégias nacionais de modernização e desenvolvimento (CUNHA, SARRIERA, *et al.*, 2008).

O caso asiático merece atenção tanto no plano das estratégias nacionais, quanto no da integração regional: a experiência asiática merece ser considerada com atenção. Não somente pelo fato de que, partindo de condições periféricas, muitos países da região foram bem-sucedidos ao implementaram estratégias nacionais de desenvolvimento, como, também, porque no período posterior à crise financeira de 1997-1998 tem-se verificado uma crescente integração comercial regional, que está conduzindo a um importante debate teórico e normativo sobre a viabilidade ou necessidade de se constituir processos mais robustos de cooperação e integração monetária e financeira.



Dado o contexto da região, o Japão viu uma oportunidade de exercer a liderança no processo de integração regional. Contudo, a proposta do Fundo Monetário Asiático (FMA) sofreu pressões por parte dos EUA e do FMI e não avançou. A gravidade da crise acabou por criar um novo caminho, que se materializou na Iniciativa Chiang Mai, consistindo em um encontro dos países da ASEAN junto Japão, China e Coreia do Sul que tinha como meio a estruturação de uma rede de *swaps* bilaterais de reservas cambiais que posteriormente foi transformada em um *pool* – ou fundo de reservas – compartilhado em uma base multilateral. Os governos nacionais adotaram estratégias mais agressivas de estabilização das taxas de câmbio e de recomposição de reservas internacionais, o que diminuía a relevância do mecanismo de *swaps* cambiais nos termos e montantes então estabelecidos. O novo problema que se manifestava era o que fazer com o excesso de poupança, especialmente quando se observava que a tal se direcionava para os mercados financeiros ocidentais. Destarte, as novas iniciativas e cooperação financeira do âmbito do ASEAN+3 foram estruturadas com objetivo de aprofundar a integração dos mercados financeiros da região, tornando-os mais seguros e homogêneos (CUNHA, SARRIERA, *et al.*, 2008).

Após fazer um breve histórico dos esforços de se tratar do tema da integração (e cooperação) monetária e financeira, a conclusão seria que apesar das intenções formais de se harmonizar as políticas macroeconômicas e cambiais no Mercosul, nunca se chegou a aplicar, plenamente, as normas sugeridas. Ferrari e De Paula (2002), ao analisarem a experiência europeia e do Cone Sul, apontou a ausência de bases institucionais sólidas no Mercosul, capazes de dar sustentação para uma estratégia integracionista mais robusta. Apontaram, também, para a presença de significativas divergências na trajetória das principais variáveis de preços (câmbio e inflação), fiscais (relação dívida/PIB), externas (comércio exterior, absorção de recursos externos, etc.) e de desempenho real (crescimento, desemprego, etc.) no período que se seguiu aos processos nacionais de liberalização econômica e reformas estruturais.

A integração deverá ser sustentável nas três dimensões fundamentais do processo de desenvolvimento, como afirma Furtado ao explicar que as teorias do desenvolvimento “... são esquemas explicativos dos processos sociais em que a assimilação de novas técnicas e o conseqüente aumento da produtividade conduzem à melhoria do bem-estar de uma população com crescente homogeneização social” (FURTADO, 1992). E a resposta só poderá ser afirmativa, na perspectiva

desenvolvimentista aqui sugerida, se a estratégia de integração for eficaz ao promover crescimento e inclusão no espaço ampliado da região. Isto implica considerar as divergências prévias nas estruturas produtivas e níveis de desenvolvimento. A sugestão apresentada é que seja feita uma análise partindo dos regimes macroeconômicos praticados em nível nacional, avaliando em que medida eles respondem à questão do crescimento com inclusão e, em um segundo momento, se eles podem produzir ambientes favoráveis ao “desenvolvimento” no espaço regional. Assim estabelecidas as motivações de cooperação por parte dos países, a próxima seção tem por objeto de análise uma das principais questões dos países em desenvolvimento: o constrangimento externo em termos de moeda forte.

#### **1.4. O Custo das Reservas Internacionais Para os Países Emergentes**

Após a crise asiática, os elevados custos sociais e econômicos para manutenção do modelo de câmbio extremistas fixo ou quase-fixo (*hard* ou *soft pegs*) foram substituídos pelos modelos de “flutuação administrada” ou “suja” (GHOSH e OSTRY, 2009). Este último eliminava incentivos para que os especuladores continuassem apostando apenas em um sentido no mercado cambial, levando-os a assumir o risco cambial e, mais importante, ofereceu às economias uma valorada flexibilidade para ajustarem-se aos choques externos sem gerar elevados custos de perda de reputação da autoridade monetária.

Essa flexibilização possibilitou a muitas economias em desenvolvimento, que se caracterizavam como receptoras líquidas de poupança externa, e passaram a gerar superávits em conta corrente acumulando crescente volume de reservas internacionais. Combinado à melhora dos termos de troca, houve uma redução da dependência da Ásia e América Latina do financiamento externo (OCAMPO, 2007). Este comportamento, por sua vez, refletiu-se na redução de risco percebido, diminuindo o impacto das notas de risco sobre o custo do financiamento da dívida pública e privada, reduzindo o risco de contágio e da ocorrência de comportamentos de manada entre os investidores (FERNANDEZ-ARIAS e LEVY-YEYATI, 2010).

A acumulação de reservas, segundo a literatura (FRENKEL e RAPETTI, 2009), possui dois fatores explicativos nas economias em desenvolvimento: o enfoque da precaução – sugere que a acumulação de reservas, acompanhada da intervenção da

autoridade monetária no mercado cambial – e o objetivo mercantilista – de manter uma taxa de câmbio competitiva e estável, promovendo suas vendas externas. Estes últimos estão relacionados à redução da volatilidade e à indução de uma tendência de câmbio nominal.

Os crescentes custos de manutenção da estratégia de acumulação unilateral de reservas vêm reavivando o interesse dos países em desenvolvimento pela cooperação financeira, mais especificamente pela construção de mecanismos regionais de liquidez mediante fundos de reservas e acordos de swaps de moedas, a primeira etapa do regionalismo. Contudo, os países da América do Sul seguem adotando estratégias individualistas de acumulação de reservas, deixando de explorar um amplo conjunto de potenciais benefícios para o desenvolvimento econômico e financeiro da região.

Ainda que os acordos de *swaps* possam contribuir para uma maior estabilidade financeira global, os interesses nacionais dos países ofertantes constituem um fator determinante dos acordos, restringindo seus potenciais efeitos estabilizadores. Dessa forma, os países devem constituir um fundo de reservas internacionais para mitigar tais efeitos.

A situação do fundo regional de reservas envolve um número reduzido de atores, pertencentes a uma mesma região, com fortes vínculos políticos e econômicos entre si, as formas de contrapartida oferecidas pelos países tomadores de empréstimos podem ser, ao mesmo tempo, mais inovadoras e eficientes que as aplicadas pelo Fundo Monetário Internacional. Além disso, a teoria dos jogos sugere que, em situações em que importam a reputação e os ganhos de longo prazo, os atores podem acumular suficientes estímulos para cooperar. O fundo regional ainda oferece a possibilidade de receber o crédito de forma mais rápida, se comparado ao FMI e, portanto, propicia uma capacidade de recuperação mais eficiente (LEOS e REUSCHE, 2009).

Apresentando o exemplo da Iniciativa Chiang Mai, formada pelos países da ASEAN, a China, o Japão e a Coreia do Sul (ASEAN+3), é importante apontar que um dos erros cometidos está na carência de uma supervisão efetiva, visto que esta era sujeita, em última instância ao Fundo Monetário Internacional. Contudo, observa-se no caso do Flar (Fundo Andino de Reservas), um mecanismo de cooperação que busca auxiliar países com dificuldades em seus balanços de pagamentos (LEOS e REUSCHE, 2009).

O sucesso do Flar pode ser observado na classificação do *Standard and Poor's* como melhor instituição da América Latina, pois “*nunca registrou uma inadimplência de seus bancos centrais devedores ou foi forçado a reestruturar um empréstimo cedido a um banco central devedor, tudo isso reflete o histórico tratamento de credor preferencial concedido pelo Flar*”. É importante destacar que, para o ingresso de economias maiores – como o Brasil – é preciso que a estabilidade regional seja vista como um bem coletivo que gerasse externalidade positivas. Ainda que o Brasil não faça parte do Flar, seu protagonismo em auxiliar os países membros em crises no período de 1978 a 2012<sup>4</sup>, mostra as potencialidades de um fundo regional em prover liquidez para os países como alternativa ao FMI e com condições de empréstimo mais adaptáveis ao contexto regional (LEOS e REUSCHE, 2009).

O estágio desenvolvimentista em que a América Latina – especificamente Brasil e Argentina – estava inserida no século XX, manteve-se até seu esgotamento no final dos anos 1970 em que o ambiente diplomático passou por mudanças substanciais. Os anos 1980, por sua vez, foram marcados por uma crise econômica associada a instabilidade política do encerramento de duas ditaduras militares na região. As pretensões existentes de hegemonia regional e rivalidades históricas abriram espaço ao diálogo e a disposição de cooperação. As concepções de suas relações bilaterais e multilaterais – com destaque para o caso brasileiro e argentino – modificaram substancialmente, tornando possíveis acordos entre os países (FARIA, 2004).

O primeiro movimento no sentido da cooperação regional data de 1960 com o Tratado da Bacia do Prata. Este tinha como objetivo um melhor aproveitamento dos recursos hídricos da região por meio da cooperação. O acordo firmado em 1969 desencadeou na criação da empresa Itaipu Binacional pelo Brasil e Paraguai em 1973 que, posteriormente tornou-se tripartite com o difícil ingresso argentino (TREIN, 2007).

O Fundo Financeiro de Desenvolvimento da Bacia do Rio da Prata (Fonplata), criado em 1974, tem como acionistas o Brasil, a Argentina, o Paraguai, o Uruguai e a Bolívia, criado com o objetivo de financiar projetos de infraestrutura que promovessem a integração econômica e o desenvolvimento harmonioso da região da Bacia do Rio da Prata. Embora – na publicação deste boletim – os dados relativos à carteira de

---

<sup>4</sup> Os empréstimos de curto prazo para países-membro superam os valores concedidos pelo FMI para o período, somando US\$ 10,2 bilhões (OCAMPO e TITELMAN, 2010).

empréstimos por país estejam disponíveis somente até 2007, é possível observar que nesse ano o Brasil e a Argentina foram os principais beneficiados pelos empréstimos do Fonplata, tendo participação de 31,25% e 35,63%, respectivamente (FONPLATA, 2019).

A Declaração de Iguazu (1985), que tinha em seus objetivos o desejo político de mitigar as rivalidades políticas e cooperar, teve segmento em 1986 com manifestações por parte de Brasil e Argentina a intenção de avançar no processo de integração com a proposta de formação de um mercado comum entre estes países. O Programa de Integração, Cooperação e Desenvolvimento Econômico foi assinado em 1989, no qual era estabelecido que o mercado comum era o objetivo a ser alcançado em um prazo máximo de dez anos com reafirmações dos princípios de simetria, flexibilidade e gradualismo no processo. O tratado alterou a forma como era preconizada a integração até então, pois esta deixava de ser setorial para tornar-se uma política de liberalização comercial generalizada, embasada em um sistema de afrouxamento tarifário automático, progressivo e linear (BAUMANN, 2011).

O Uruguai, ao se ver excluído do processo de integração bilateral entre Argentina e Brasil que vinha se desenvolvendo desde 1970, assina em 1974 o convênio Argentino-Uruguai de Cooperação Econômica e em 1975, foi firmado o Protocolo de Expansão Comercial com o Brasil. A relação inicial com o Paraguai, contudo, foi mais conturbada, pois o país se encontrava ainda em regime militar – e se estendeu até 1989 –, enquanto os outros três países do Cone Sul – Brasil, Argentina e Uruguai – já estavam em regime democrático no final dos anos 1980. Ainda assim, o Paraguai buscava revisar suas relações de dependência em termos de matriz energética com as definições da Itaipu e, portanto, agiu para ingressar no acordo com as outras três nações (BAUMANN, 2011).

Os elevados déficits em transações correntes dos anos 1990 deram lugar a superávits expressivos nos anos que se seguiram às crises financeiras, especialmente nas economias asiáticas. No caso latino-americano, tal reversão só ocorreu depois de 2002, em associação ao ciclo de elevação dos preços das commodities minerais, energéticas e alimentares, em decorrência, dentre outros fatores, mas, principalmente, da forte demanda (UNCTAD, 2007). Neste novo contexto, tais países passaram a acumular reservas no ritmo mais intenso das últimas décadas.

Tendo esta recapitulação em vista, é possível observar que a criação do Mercosul foi resultado tanto de movimentos de continuidade como de mudança em relação aos esforços no sentido de integração empreendidos no continente até o momento da assinatura do mesmo. As variações no interesse dos países em cooperar – conforme a pergunta que procura ser respondida aqui – estaria motivada ou seria ao menos influenciada pela liquidez que os países em questão têm acesso no momento em que decidem no sentido a favor ou contra a integração regional.

### **1.5. Considerações finais**

Através da revisão de literatura sobre cooperação monetária e financeira regional, investigando o papel de mecanismos que permitem que esta aconteça buscou-se estabelecer os motivos e circunstâncias que levam países a cooperarem e se estas motivações são ou não determinadas por escassez de moeda forte. Revisitando algumas teorias e casos bem-sucedidos de cooperação entre nações, procurou-se estabelecer os benefícios e até mesmo condições para que esta possibilite respostas mais rápidas em momentos de crise, facilitando acesso a crédito e financiamento com menores custos em relação ao FMI.

Abordou-se aqui a Teoria da Áreas Monetárias Ótimas (TAMO), com ênfase nas obras de Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969) para analisar as características econômicas necessárias a um conjunto de regiões estabelecido como área monetária. Assim como foi identificado maior ceticismo das teorias heterodoxas quanto aos benefícios de integração. A integração como estratégia de desenvolvimento foi abordada sob o ponto de vista cepalino.

Buscou-se discorrer sobre os motivos que levam os países a cooperarem, com o breve estudo do caso da experiência asiática e apontamento de ambos os vieses, tanto razões que levam os países a optarem pela cooperação – como proteção via financiamento rápido em caso de crises ou *pool* de reservas –, quanto os motivos para não fazê-lo – possível efeito-contágio. O constrangimento externo em moeda forte pode ser apontado como uma motivação para fazer parte de blocos de cooperação regional, pois ainda que, a partir da década de 2002, os países latino-americanos tenham acumulado reservas, estas têm alto custo de manutenção se feitas de forma unilateral, conforme abordado no capítulo. O capítulo seguinte busca estabelecer – através de

índices e revisão de dados – períodos de expansão ou retração de liquidez internacional do ponto de vista dos países de desenvolvidos, onde estes se posicionam como *policy makers* – aumentando ou reduzindo a oferta de financiamento e crédito conforme sua adoção de política monetária.

## **CAPÍTULO 2. A EVOLUÇÃO DO SMFI E OS MOVIMENTOS CÍCLICOS DOS CAPITAIS INTERNACIONAIS – SOB UMA PERSPECTIVA DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO**

O presente capítulo tem por objetivo estudar a evolução do SMFI, sob uma perspectiva dos países em desenvolvimento, e sua relação com os movimentos cíclicos de expansão e retração dos capitais internacionais desde o pós-guerra. Esta análise será feita a partir da revisão de literatura, coleta de dados quantitativos e análise crítica dos dados qualitativos para (i) taxa de juros dos EUA, (ii) Índice de Volatilidade (VIX) da *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) – uma medida popular da expectativa de volatilidade do mercado de ações com base nas opções do índice *Standard and Poors 500* (S&P 500) –, (iii) investimento estrangeiro direto e em carteira em países da América Latina, e (iv) variação dos preços das *commodities*, que impacta significativamente a questão comercial, e conseqüentemente a capacidade de gerar divisas, dos países da região.

Visto que não há uma única maneira consolidada de medir a liquidez internacional e a acessibilidade dos países em desenvolvimento ao financiamento externo, aqui parte-se do estudo de Amado e Resende (2005), em que se debruçam sob os ciclos de curto prazo. Utilizam, para tal, uma *proxy* de liquidez global com a soma em módulo das entradas e saídas de recursos por meio de três sub-contas (“derivativos financeiros”, “investimentos de carteira” e “outros investimentos”) da conta financeira do balanço de pagamento do G-7.

Neste trabalho, toma-se emprestado o conceito utilizado de ciclos de liquidez de Biancareli (2007): a liquidez internacional refere-se ao total de fluxos globais de capital transfronteiras, que são historicamente um negócio dos países ricos, com participação bem menos intensa dos países em desenvolvimento. Assim, optou-se pelas sub-contas de fluxos privados de “investimento estrangeiro direto” e “investimento de carteiras” – composto por ações e títulos –, cujos dados foram obtidos no relatório anual do *The World Bank*, que por sua vez utiliza a base de dados do FMI (*International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook*).

A utilização da taxa de juros estadunidense como um possível determinante dos ciclos de capitais aqui está embasada no trabalho de Rajan (2006), o qual afirmava que ao manter a taxa de juros excessivamente baixa (próxima de zero) poderia engendrar



uma maior tolerância ao risco e, tendo em vista mercados integrados, a consequência desta política seriam os efeitos de *spillover* externos. Bem como a teoria de Miranda-Agrippino e Rey (2018), onde apontam que o endurecimento nas condições financeiras no Reino Unido e na Área do Euro não pode ser atribuído a um aperto da política monetária doméstica, mas sim a uma consequência da política monetária dos EUA traduzidos em *policy spillovers*. Ocampo (2006), por sua vez, enfatiza o espaço regional como um âmbito mais próspero para colher os frutos da abertura financeira e ao mesmo tempo promover o desenvolvimento financeiro, tendo como resultado uma maior resistência ao contágio e a volatilidade financeira.

O capítulo está dividido cronologicamente em seis seções, de 1960 até os dias atuais. A primeira seção aborda a decadência do SBW e o início do mercado de eurodólares. A segunda perpassa o fim do SBW e o maior acesso dos países emergentes a liquidez internacional. A terceira mostra a reação do FED aos preços do petróleo e a crise da dívida na América Latina com a aplicação do Plano Brady. A quarta mostra a abertura comercial e financeira dos emergentes e suas consequências. A quinta apresenta o início do ciclo das *commodities* e a crise do *subprime* nos Estados Unidos. A sexta aborda como a retomada de uma política monetária contracionista por parte dos EUA reverte – ainda que temporariamente – os fluxos de capitais.

### **2.1. Década de 1960: A decadência do Sistema Bretton Woods e o início do mercado de eurodólares**

A desconfiança nas propriedades autorreguladoras dos mercados e a força das ideias de intervenção e planejamento do Estado na economia – fundamentadas pelas experiências (pelo menos até então) de sucesso soviética, do *New Deal* e do esforço de guerra, e somados à crise liberal – promoveram o ambiente propício para a formulação do Acordo de Bretton Woods em 1944. Tendo em vista panorama mundial, nas suas duas décadas e meia de duração, foi possível observar taxas recordes de crescimento da renda, não só nas economias centrais, como em parte significativa da periferia.

O objetivo do acordo era combinar os benefícios da estabilidade propiciada pelo regime de câmbio fixo aliada a uma flexibilização que possibilitasse aos governos nacionais promover a manutenção do pleno emprego – gerando uma necessidade de maior autonomia na condução dos instrumentos de política econômica. A criação do

Fundo Monetário Internacional (FMI), por sua vez, tinha por objetivo estabilizar os processos de ajustes das contas externas evitando o retorno ao protecionismo comercial e a políticas de desvalorizações competitivas.

O sistema Bretton Woods consistia numa negação de pelo menos três dos fundamentos que deram sustentação à ordem liberal do padrão ouro: (i) o câmbio fixo tornou-se “ajustável”; (ii) forte limitação da livre conversibilidade da conta de capital e, por sua vez de “escassez de dólares” do imediato pós-guerra, foram permitidas restrições na conta corrente; (iii) a criação de duas instituições multilaterais (FMI e Banco Mundial) com objetivo de monitorar as economias dos países membros e como principal fonte de liquidez para economias em dificuldades no fechamento do balanço de pagamentos. O câmbio fixo “porém ajustável” apareceu como um meio-termo entre a posição estadunidense, que defendia a volta ao ouro mediante um mecanismo estreito de fixação do valor relativo das moedas de cada país e a visão do Reino Unido, contrária aos ajustes que possibilitavam deflacionar moedas domésticas conforme apontam Boughton (2002), Mikesell (1996) e Skidelsky (2000).

O período entre guerras foi de extrema instabilidade e a rigidez do padrão ouro fez necessário que se buscasse uma alternativa, na qual os países signatários poderiam ampliar a margem de flutuação de suas moedas frente ao dólar (que tinha o valor em ouro fixado) sempre que ocorresse algum “desequilíbrio fundamental” no balanço de pagamentos. As principais economias europeias desvalorizaram suas moedas nos anos pós-guerra em mais de 30% devido à grande escassez de divisas. Apenas em 1958 é que foram tornar-se conversíveis pelos termos estipulados nos atos constitutivos do FMI. Assim como essa “flexibilidade”, o controle de capitais constituía um mecanismo de ajuste do balanço de pagamentos, “[...] concebidos de maneira a evitar a ameaça em que se constituíam os fluxos de capitais voláteis, do tipo que se revelou desestabilizador nas duas décadas entre as guerras” (EICHENGREEN, 2008).

Em sua origem, o sistema foi marcado por tensões fruto do conflito entre as proposições inglesa e norte-americana. Keynes propôs um plano internacional no qual expressava suas preocupações com a limitação do poder desestabilizador das finanças privadas (SKIDELSKY, 2000). O núcleo seria composto pela criação de uma Câmara de Compensação (*Clearing Union*), com capacidade para emitir e gerir uma moeda internacional (*bancor*). A regulação da liquidez internacional, por sua vez, caberia a esta

instituição que estabilizaria os meios de pagamento ao reduzir o risco que moedas domésticas sofressem excessivas desvalorizações/valorizações.

No que tange a política econômica ortodoxa conduzida no Brasil pelos ministros do governo de Eurico Gaspar Dutra estava alinhada com a filosofia do FMI (BERGSMAN, 1970). Todavia, a saída de capitais e o esgotamento das reservas acumuladas durante a guerra – processo acelerado pela liberalização de importações como meio de conter a inflação – atingiram tais proporções que o governo voltou a introduzir medidas de controle cambial em 1947 (HUDDLE, 1977).

Os países europeus começaram a converter seus ativos contra lingotes de ouro a partir de 1958, pois as reservas metálicas dos Estados Unidos passaram a não acompanhar o crescimento da expansão de crédito conduzida pelo seu governo durante todo o período de funcionamento oficial de Bretton Woods, chegando em 1963 a uma redução nas reservas de um terço no caso norte-americano e na Europa mais da metade (BLACK, 1991).

Nesse contexto, foram elencados que os problemas eram basicamente de três ordens: (i) oferta de liquidez, por meio de um sistema de taxas estáveis a partir do crescimento contínuo dos fluxos internacionais de bens e serviços; (ii) confiança, baseada nas medidas tomadas pelos principais parceiros, no sentido de empreender ajustes ou efetuar desvalorizações de suas moedas; (iii) programas de ajustes, que deveriam necessariamente ser feitos nos casos de desequilíbrios de balanço de pagamentos – normalmente associados a processos inflacionários persistentes ou severos (CONNELL, 2013).

O mercado de eurodólares desenvolveu-se em Londres em meados de 1950-1960 devido às forças de mercado em um contexto de controle de capitais altamente restritos. Havia diversos fatores que encorajavam o uso do dólar expatriado: i) já consistia na principal moeda de comércio internacional, tornando um importante meio de faturamento; ii) o dólar era visto como reserva de valor, mesmo que houvesse dúvidas acerca da credibilidade do lastro em ouro em meados dos anos 1960; iii) taxas de juros relativas mais altas em depósitos em dólar e títulos *offshore* devido a arbitragem regulatória de bancos dentro dos EUA, evitando limites de depósitos em casa – o que fazia o eurodólar uma oportunidade de investimento mais atraente (SCHENK, 1998).

Do lado da oferta, as lacunas nos controles de capital permitiram uma maior acumulação de dólares *offshore*, uma vez que as restrições da conta corrente foram suspensas a partir de 1950 (EICHENGREEN, 2008). Ao mesmo tempo – enquanto restringiam a conversibilidade do uso não comercial da libra esterlina – as autoridades do Reino Unido optaram por não impor restrições às atividades bancárias internacionais em dólares. Outros países restringiram a atividade bancária em eurodólares, o que incentivou o crescimento de Londres como principal centro desse mercado. Como os EUA toleraram a existência do mercado de eurodólares, permitindo a liquidação *onshore* de transações *offshore* (HE e MCCAULEY, 2010).

Pouquíssimos países são capazes de se endividar em suas próprias moedas e o grande dilema dos países emergentes estaria na incapacidade de emitir dívida externa em moeda local. Esta questão quando associada a dificuldade de dar flexibilidade a taxa de câmbio e usufruir de seus benefícios – *fear of floating* –, os fluxos de capitais não só inconstantes como reversíveis e a sobrecarga da política monetária que não mantém estabilidade da taxa de juros consistiriam na “dor do pecado original”, apontado por Eichengreen e Hausmann (2005).

Os autores investigam os possíveis fatores explicativos para a incapacidade de emitir dívida em moeda doméstica – nível de desenvolvimento, credibilidade da política monetária (taxa de inflação), orientação de políticas fiscais (nível de solvência interna), qualidade das instituições, desenvolvimento dos mercados de títulos, grau de abertura comercial – e apenas o *tamanho da economia* parece ser promissor para desvendar o “mistério”. A sugestão apontada pelos mesmos consiste em que independente de todas as providências para enfrentar as falhas ou instabilidades internas – ainda que estas sejam necessárias –, não garantem a emissão da dívida em moeda doméstica, pois esta teria sua denominação restringida – pelo sistema financeiro internacional – em uma específica “cesta de moedas”.

Uma vez que os EUA começaram a apresentar um déficit em conta corrente, as autoridades norte-americanas impuseram controles de capitais mais rígidos, mas nunca tentaram restringir o sistema bancário em eurodólares por meio de restrições à liquidação. Esse episódio mostra que o uso *offshore* de uma moeda é possível na presença de controles de capitais significativos. Todavia, ainda precisava haver canais que permitissem a liquidação *onshore* e pelo menos algum grau de conversibilidade para transações puramente financeiras. O episódio mostra também que o papel singular

de Londres na internacionalização do dólar se deveu ao seu quadro regulatório mais aberto.

Assim que os EUA começaram a apresentar déficits em conta corrente, deram início a imposição de controles de capitais mais rígidos, o que aumentou o uso do mercado de eurodólares. No início da década de 1960, tanto os EUA estavam apresentando déficits em conta corrente, o que levou ao chamado Dilema de Triffin: uma vez que o estoque de dólares *offshore* era maior que as reservas de ouro nos Estados Unidos, a credibilidade na paridade do dólar com o ouro diminuiu.

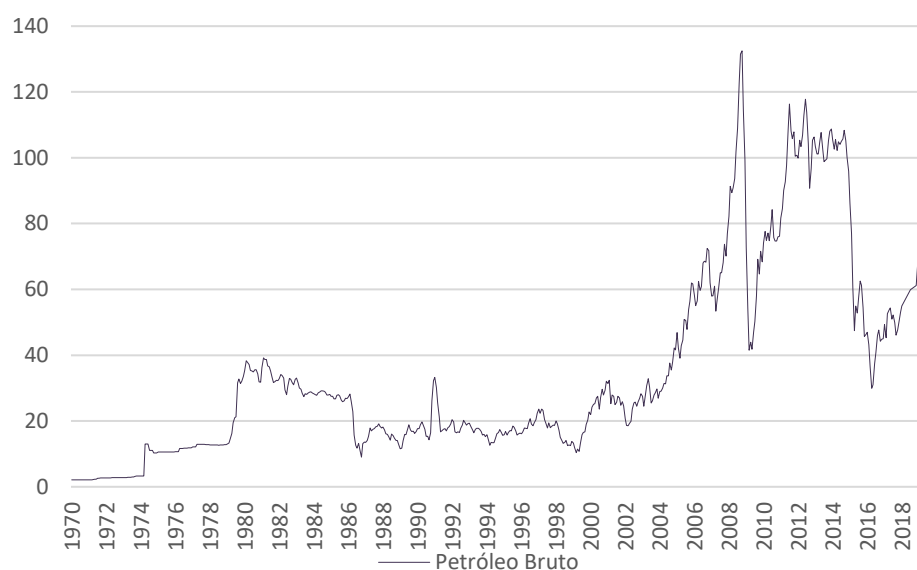
Essa perda de credibilidade levou os EUA a impor controles mais rígidos como, por exemplo, um imposto sobre ganhos de capitais offshore. Isto, por sua vez, aumentou ainda mais os incentivos para a realização de investimentos transfronteiriços através do mercado de eurodólares, onde o imposto não incidia (DUFÉY e GIDDY, 1994). Durante este período, o mercado de euro-obrigações em dólar foi estabelecido: a emissão *offshore* de dívida denominada em dólares, e o mercado de eurodólares se tornou fortemente utilizado para transações entre não residentes nos EUA. A crise de BW criou espaço para o retorno de uma pauta liberal nas finanças internacionais, marcada pela expansão do capital financeiro nos mercados globais, pela reincidência de episódios de crises financeiras e o enfraquecimento do poder estatal na regulação segundo a literatura em Helleiner (1994), Strange (1998) e Solomon (1999).

Na segunda metade da década de 1960, o ouro falhava em prover liquidez ao sistema monetário, devido ao seu papel de *commoditie* com múltiplos objetivos (entesouramento, decoração, especulação, sistema industrial, etc.) bem como seus problemas políticos associados a sua extração, já que os principais fornecedores eram a África do Sul e a União Soviética, onde a primeira sofria com o regime do Apartheid e a segunda mesmo participando da conferência de Bretton Woods, ficava a margem da ordem criada pelo último. A inadequação da oferta de ouro para irrigar o sistema de forma eficiente devido era agravada por problemas causados pelo desalinhamento entre seu preço oficial como instrumento monetário e de referência de paridade e suas flutuações de valor como mercadoria de múltiplas utilizações. Dado o problema de liquidez enfrentado, a solução se apresentou através do mecanismo dos Direitos Especiais de Saque (DES) – oficialmente adotado em 1970, mas a decisão já havia sido tomada na reunião do FMI no Rio de Janeiro em 1967 (KRAUZE, 1971).

## 2.2. Década de 1970: o fim de Bretton Woods e o maior acesso dos países emergentes a liquidez internacional

A falta de organização financeira e monetária gerou uma expansão do circuito financeiro internacional nos 1970, uma vez que a crise do SBW não só permitiu como estimulou o aparecimento de operações de depósitos e empréstimos que escapavam ao controle dos bancos centrais. Esta internacionalização de operações teve início com a incapacidade dos agentes da economia e das autoridades monetárias em absorver os dólares que excediam sua demanda. A primeira crise do petróleo – embargo da OPEP durante a Guerra do Yom Kippur leva o preço do barril de US\$ 2,89 em 1973 para US\$ 11,09 em 1974 (ver gráfico 1) – e a reciclagem privada dos petrodólares empurraram o sistema para a zona de riscos crescentes ao ampliar a base da oferta de crédito internacional.

Gráfico 1 - Petróleo bruto, preço anual em dólares por barril, 1970-2019

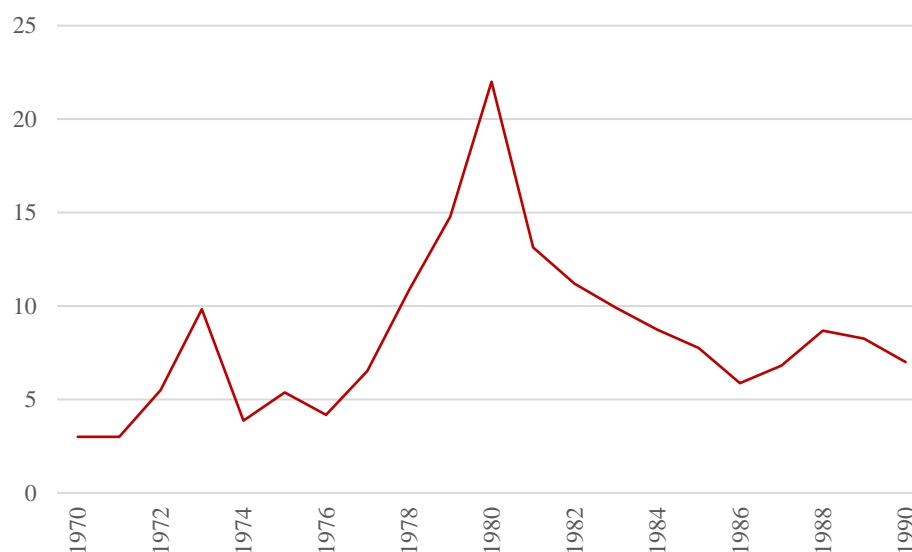


Fonte: UNCTAD, *United Nations Conference on Trade and Development*, 2020. Elaboração própria.

No final de 1979, a economia mundial sofreu o segundo choque do petróleo com o preço do barril atingindo US\$ 31,28 e o FED – conforme pode ser observado no gráfico 2 abaixo – anuncia um aumento súbito das taxas de juros norte-americanas. Esta elevação significava que os EUA se retiravam da posição de “emprestador de última

instância” e de país capaz de amortecer pressões – sejam elas inflacionárias ou recessivas – do sistema funcionando como fonte de demanda efetiva (BELLUZZO, 1995). A imposição da regeneração do papel do dólar como reserva internacional por meio do aumento das taxas de juros desestabilizava as convenções sustentadas pelos keynesianos

Gráfico 2 – Taxa de Juros Norte-Americana, 1970-1990



Fonte: BIS, *Bank of the International Settlements*, 2020. Elaboração própria.

A taxa de juros já havia sofrido elevação em 1973, como reação do FED a primeira crise do petróleo e volta a ocorrer com a segunda crise dessa *commodity* em 1979, dessa vez alcançando a marca histórica de 22% no ano seguinte. Os países da América Latina, por sua vez, sentiram duramente os reflexos do aumento do custo do crédito – que só iria se normalizar por volta de 1986 – com a crise da dívida que eclode na região, pois a falta de acesso a financiamento externo acaba gerando o constrangimento em moeda forte, uma vez que os países emergentes se veem impossibilitados de honrar compromissos em moedas conversíveis.

A primeira criação e alocação dos Direitos Especiais de Saque (DES) ocorre em 1970, num valor próximo de 9,3 bilhões de unidades. Transcorridos dez anos, os montantes mundiais da nova reserva monetária – inicialmente embasada em uma cesta

de moedas integrada, em quantidades proporcionais, pelas divisas dos países<sup>5</sup> mais significantes em termo de exportações – já havia mais que duplicado, chegando a representar cerca 5% das reservas (não metálicas) globais (HAZLITT, 1984).

Em termos de balanço de pagamentos, os acordos negociados pelo Brasil junto ao FMI não eram necessários, justificado apenas por tratar-se de um “selo de qualidade” das políticas econômicas de estabilização implementadas na primeira metade da década de 1970. Bem como a necessidade brasileira para gerar moeda forte – mantendo-se dependente de financiamento externo para honrar compromissos comerciais. A partir dessa época, o BIRD (Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento) também passou a emprestar com maior facilidade para o Brasil, assim como o AID (Associação Internacional de Desenvolvimento) e Eximbank (agência de crédito oficial dos EUA) (OLIVEIRA, 1993, p. 73).

Não havia um entendimento entre o Brasil e o FMI no que tange às políticas que deveriam ser adotadas rumo à estabilização e crescimento. Enquanto o segundo defendia medidas utilizadas em outros países para chegar ao resultado, o primeiro afirmava que não era possível aplicar modelos europeus de cura súbita para a inflação no caso brasileiro (BIDERMAN, 1996).

O “milagre econômico” no Brasil e o choque do petróleo coincidiram com o ingresso de um grande fluxo de investimento estrangeiro, levando o governo a atuar no sentido de restringir o excesso de entradas com objetivo de não provocar surtos inflacionários. Ainda que o preço do petróleo tivesse triplicado, o início de problemas no balanço de pagamentos e a resistência em interromper as grandes obras de infraestrutura, o governo evitou apelar ao FMI, preferindo buscar socorro nos euromercados, então reciclando petrodólares em condições generosas para seus tomadores (crescimento dos países centrais tinha como resultado uma taxa de juros praticamente negativa) (ALMEIDA, 2002).

### **2.3. Década de 1980: reação do FED aos preços do petróleo e a crise da dívida da América Latina**

---

<sup>5</sup> No momento de sua criação, o DES contava com um número maior de moedas que, com o passar dos anos foram reduzidas as das principais moedas conversíveis: dólar norte-americano, euro, renminbi, iene e libra esterlina.



No princípio dos anos 1980 eclodia a crise da dívida externa e o Brasil sofreu com estrangulamento cambial devido à interrupção do fluxo voluntário de empréstimos em moeda (CARNEIRO, 1991). A recessão enfrentada pelo país – a primeira em todo período pós-guerra – foi resultado da busca por saldos positivos no comércio exterior e da crise da dívida externa (TAVARES, 1993). Iniciava um período de semi-estagnação, profunda instabilidade macroeconômica e significativos saldos comerciais (FRENKEL, 1991).

O aumento da taxa de juros norte americana fazia com que a oferta monetária se reduzisse, pois aumentava o custo do crédito e os agentes econômicos preferiam aplicar o dinheiro com rendimento de juros a mantê-lo – redução da preferência pela liquidez. Os recursos de origem externa eram responsáveis por boa parte da capacidade de adaptação as fases de expansão acelerada da formação de capital fixo e, a interrupção desse canal de financiamento, provocou efeitos diferenciados sobre os principais agentes da economia brasileira (COUTINHO e REICHSTUL, 1998).

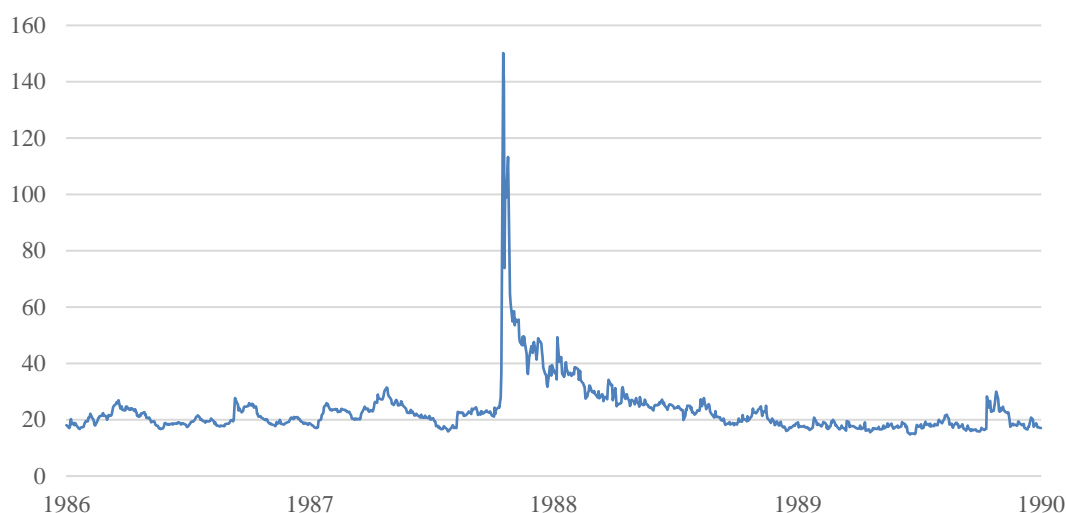
As estatais brasileiras amorteceram a maior parte do impacto com a interrupção dos fluxos, tanto através das autoridades monetárias – as quais haviam assumido parcela considerável dos compromissos em moeda estrangeira anteriormente sob responsabilidade do setor privado –, quanto às empresas estatais que não só haviam recorrido substancialmente ao euromercado para financiar suas inversões, mas também foram quase exauridas como instrumento de administração do balanço de pagamentos no período que se seguiu aos choques (CRUZ, 1984).

Se por um lado as estatais eram portadoras de um enorme passivo denominado em moeda estrangeira – as empresas do governo sofreram com o aumento da taxa internacional de juros que acabou gerando incremento considerável na dívida –, por outro houve uma brusca redução ao acesso a crédito no exterior condicionado pelos bancos credores nas negociações internacionais (WERNECK, 1987).

Começando pelo México, em agosto de 1982, uma onda de inadimplência se deu sobre diversos países latino-americanos, o que levaria a uma paralização do sistema de créditos comerciais caso o FMI não forçasse os bancos comerciais a continuarem emprestando para os mesmos países, com base nas renegociações de suas obrigações de pagamentos de amortizações em haver. O Brasil não foi capaz de cumprir grande parte das exigências e requerimentos feitos pelo FMI, ainda que entre o período de 1983 e o final do regime militar, tenha sido beneficiado com créditos emergenciais. A dívida

brasileira foi renegociada com objetivo de sustentar um acordo de *stand-by* que não chegou a ser implementado de forma integral. Em 1987, o país declarou a moratória envolvendo o pagamento de juros de empréstimos de médio e longo prazo dos credores privados, chocando o mundo e o FMI. Ainda que fosse imprescindível, uma vez que a dívida total era de 121 bilhões de dólares e as reservas brutas tinham diminuído drasticamente de US\$ 9,25 bilhões em 1985 para pouco menos de US\$ 4 bilhões no momento da moratória (PORTELLA FILHO, 1988).

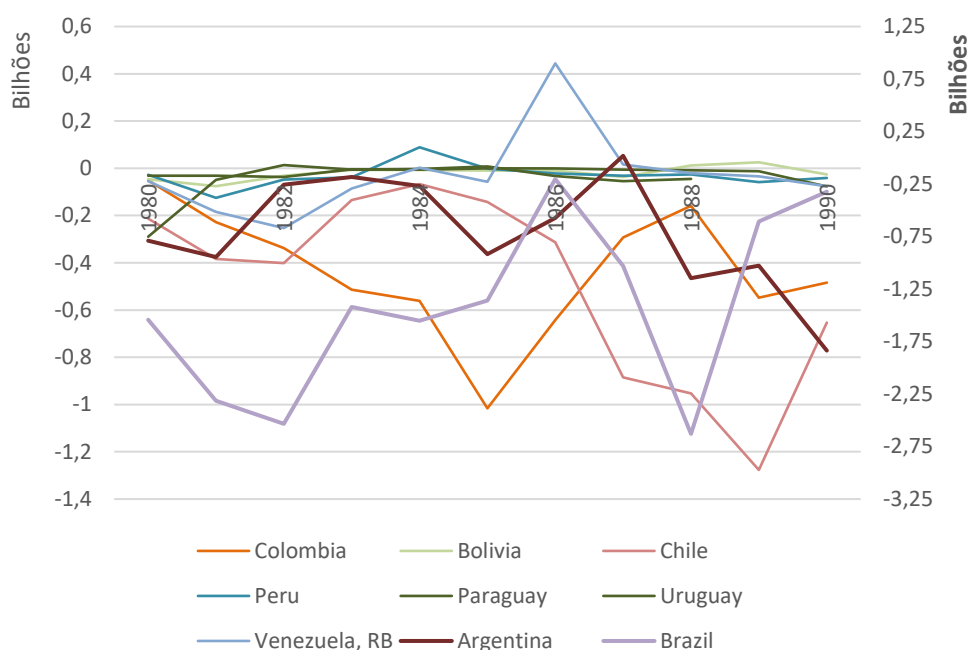
Gráfico 3 – Índice de Volatilidade (VIX) da *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) com base nas opções do S&P 500, 1986-1990



Fonte: *VIX Historical Price Data*, 2020. Elaboração própria.

Em 1987, após o governo norte-americano apresentar um déficit em conta corrente de US\$ 16 bilhões, a forma de controlar a expansão monetária – que seria então a causa dos crescentes déficits em conta corrente dos EUA –, foi novo aumento na taxa de juros pelo FED (desde 1980, a taxa havia sido reduzida gradativamente até atingir 5,80% em 1986). Todavia, a bolsa começou a cair gradativamente, o que culminou na *Black Monday*, onde o VIX apresentou queda de 150,19 em 1987 e chega em 21,49 em 1988 (ver gráfico 3). Seria possível afirmar um movimento pró-cíclico por parte dos capitais e a falta de regulação com o período de abertura pós-SBW.

Gráfico 4 – Investimento Estrangeiro Direto Líquido em Países da América do Sul, (Brasil e Argentina no eixo direito, demais no eixo esquerdo), 1980-1990



Fonte: *The World Bank, International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook 2020*. Elaboração própria.

A reação apresentada em momentos de aversão ao risco – como no caso do pico alcançado no VIX – faz com que os agentes fujam para a segurança da liquidez, incorrendo em aflusos de capitais nos países da América Latina conforme pode ser observado no gráfico 4. No período da crise da dívida, ocorre uma grande saída de capitais até 1982, quando então o país passa a se recuperar gradativamente até 1986. Contudo no ano seguinte, ocorre novo afluxo brusco de capitais internacionais devido à crise que o mercado acionário norte-americano se encontrava. A recuperação apresentada no último ano desta década deve-se às políticas econômicas bem aplicadas pelos países da América Latina e ao auxílio norte-americano via reestruturação da dívida externa (Plano Brady), bem como à redução da taxa de juros pelo FED (ver gráfico 2).

#### 2.4. Década de 1990: abertura comercial e financeira dos países emergentes

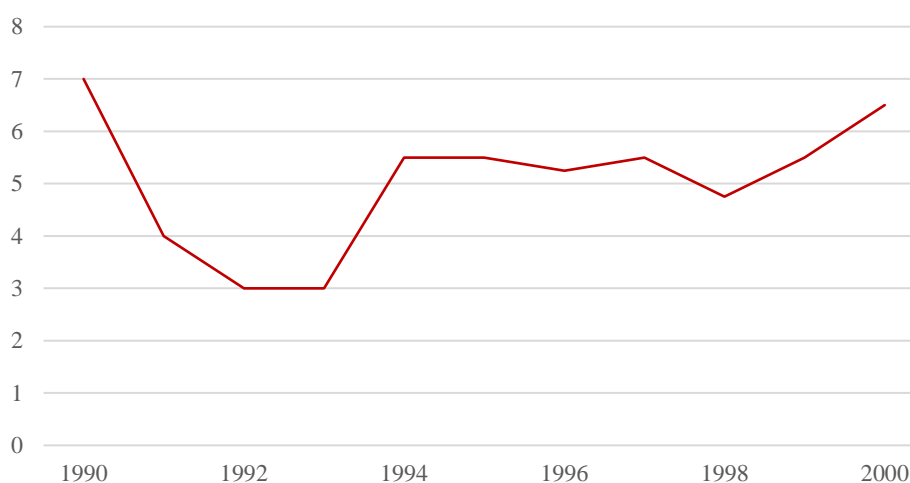
Desde o fim dos anos 1980 até o início dos anos 1990, a globalização financeira era vista com grande otimismo, visão esta que era fundamentada pela abertura da conta de capitais não só dos EUA como de vários países em desenvolvimento. A academia

alertava para a necessidade do estabelecimento de uma sequência apropriada para efetuar a abertura financeira, mas esta foi ignorada (EDWARDS, 1995). Com o advento da crise Mexicana e, principalmente, da crise asiática, o tema da abertura da conta de capitais sujeita a regulação prudencial dos sistemas financeiros domésticos voltou a ser discutida e tanto FMI, como o Banco Mundial, acabaram por refletir esta perspectiva em seus relatórios.

A posição mais cautelosa do Fundo quanto aos impactos gerados por fluxos de capitais nos países em desenvolvimento relaciona medidas de abertura financeira com indicadores de desenvolvimento econômico e dos mercados financeiros domésticos constatando uma *“fraca relação entre crescimento e liberalização da conta de capital e, como em outros estudos, têm dificuldade de encontrar relações significativas [entre crescimento e liberalização]”* (IMF, 2001, p. 143).

O retorno de financiamento internacional pode ser verificado na década de 1990 dado o contexto de baixas taxas de juros nos países desenvolvidos (ver gráfico 5), no período até 1993 quando a taxa de juros norte-americana atinge 3%, o que levava os capitais migrarem para países emergentes (como o caso do Brasil). Assim como o Plano Brady de reciclagem da dívida e medidas de estabilização bem executadas na Argentina, Chile e México. O período de crescente entrada de capitais se estendeu até 1996, quando então sofre uma queda a partir de 1997 (Crise Asiática).

Gráfico 5 – Taxa de Juros Norte-Americana, 1990-2000



Fonte: BIS, *Bank of the International Settlements*, 2020. Elaboração própria.

Quando o Brasil foi atingido pela crise financeira internacional, na declaração de moratória pela Rússia e do colapso do fundo de investimentos *Long-Term Capital Management* (LTCM) em 1998, ameaçando se espalhar para os demais países emergentes, ficou o próprio sistema internacional em risco de colapso levando a uma série de reuniões de emergência das autoridades do G-7 e do FMI. Para receber ajuda financeira do FMI e BIS, o governo brasileiro deveria promover um ajuste fiscal, prevendo uma redução de gastos da administração em proporção equivalente a 2,5% do PIB e monitorado de forma estrita pelas instituições credoras (BLUSTEIN, 2001).

O auxílio oferecido ao Brasil inaugurava uma nova modalidade entre as instituições financeiras internacionais, uma vez que consistia em disponibilizar os recursos para reforçar reservas internacionais como medida preventiva, antes da manifestação da inadimplência, seguida pela moratória, como foi o caso russo. A Rússia antecipou a utilização da chamada *Supplemental Reserve Facility* (SRF) que tinha como objetivo evitar a sustentação pós-crise dos desajustes do BP (ALMEIDA, 2015).

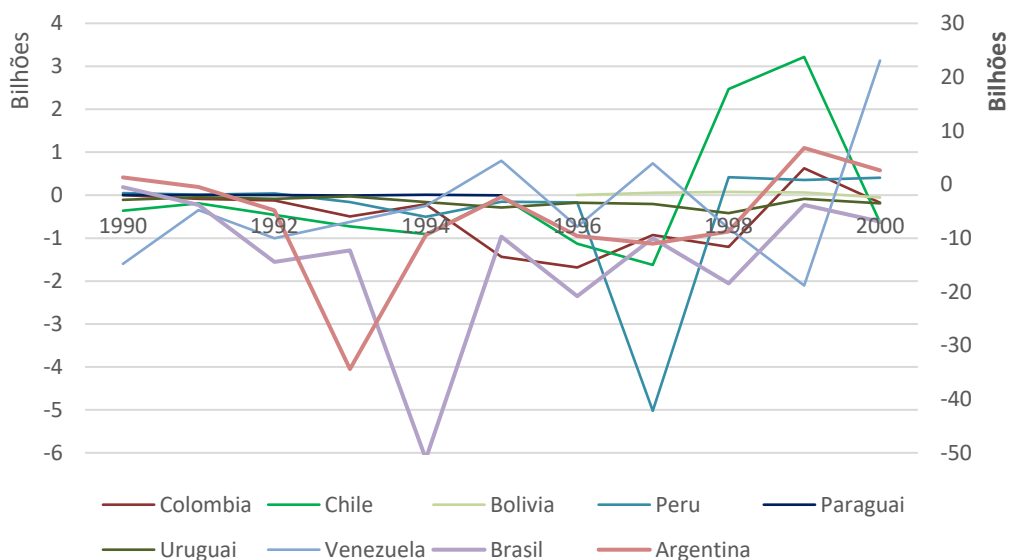
Lembrando que foram as recomendações dos EUA e FMI que levaram os países em desenvolvimento a buscarem a liberalização financeira e cambial nesse período como forma de financiar os duplos déficits – no balanço de pagamentos e nas transações correntes – destes países. Assim, a progressiva retirada de entraves à mobilidade de capitais e liberalização dos sistemas financeiros nacionais aprofundaram o processo de globalização financeira.

A escolha dos países pela taxa de câmbio flexível reduziu a manobra para implementar políticas macroeconômicas, pois engessam a política fiscal e monetária e acabam submetidas a especulação. E segundo Carneiro (1999), a perda de autonomia seria inversamente proporcional à aceitação da moeda do país no mercado internacional. Assim, moedas conversíveis como dólar, euro, renminbi e iene são capazes de inverter o sentido dos fluxos de capital e evitar uma profunda instabilidade da taxa de câmbio.

Conforme mencionado anteriormente, a década de 1990 foi marcada por grande influxo de capitais para os países emergentes (ver gráfico 6), todavia, os déficits apresentados por Brasil e Argentina começam a gerar instabilidade para os investidores e os mesmos iniciam a fuga para a liquidez, buscando a segurança do dólar. No caso brasileiro, a queda é ainda mais abrupta que no caso argentino e só se recupera em 1995, para então sofrer outro choque seguido pela crise asiática em 1997 conforme pode ser

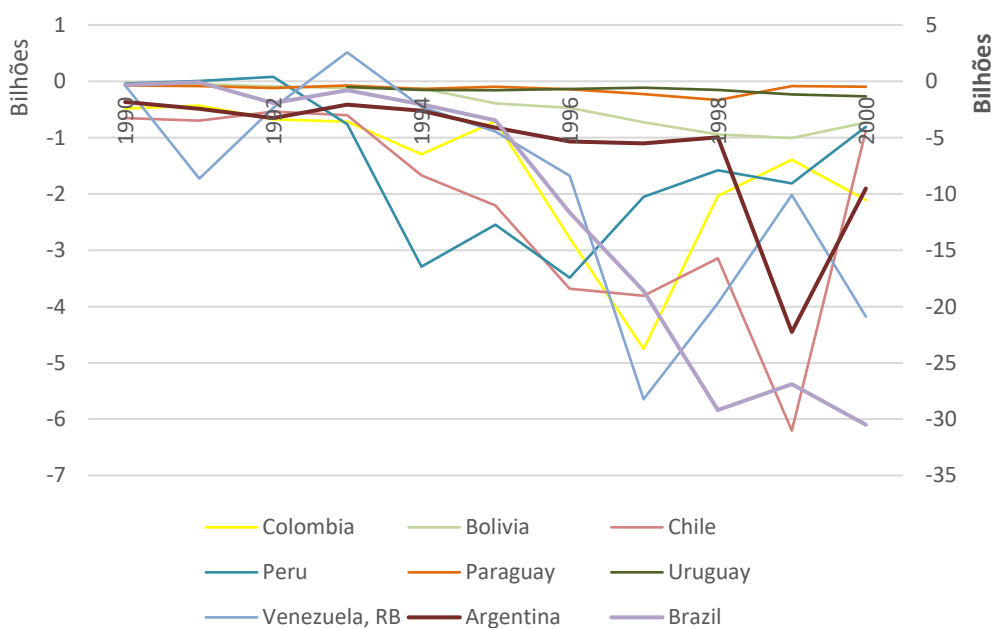
observado no gráfico 7 (onde houve concomitante elevação da taxa de juros americana pelo FED e pode ser confirmado no gráfico 5).

Gráfico 6 – Investimento Líquido em Carteira de Países da América do Sul (Brasil e Argentina no eixo direito, demais países no eixo esquerdo), 1990-2000



Fonte: *The World Bank, International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook 2020*. Elaboração própria.

Gráfico 7 – Investimento Estrangeiro Direto Líquido em Países da América do Sul, (Brasil e Argentina no eixo direito, demais países no eixo esquerdo), 1990-2000



Fonte: *The World Bank, International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook 2020*. Elaboração própria.

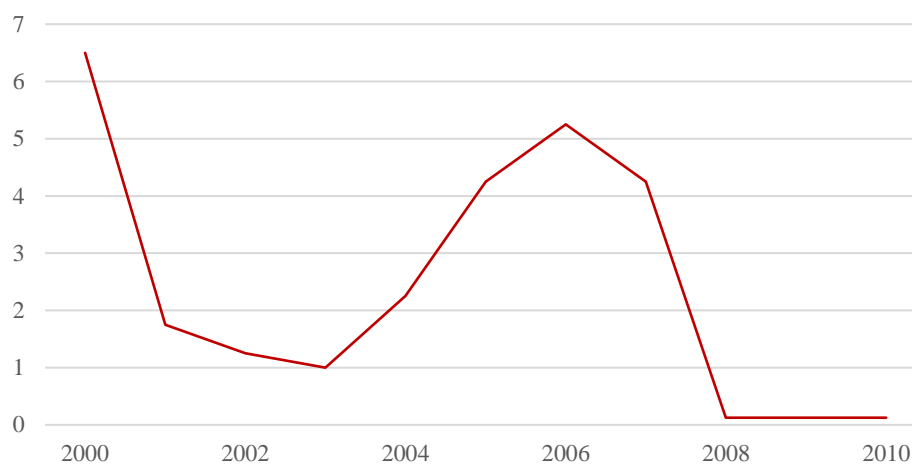
No movimento observado no gráfico 7, pode-se constatar que o processo de liberalização e desregulamentação que criam o cenário da globalização financeira, ao mesmo tempo que aumentaram a instabilidade e suscetibilidade do sistema financeiro as crises – como no caso da asiática acima – reduzindo as possíveis reações por parte das autoridades monetárias. Coutinho e Belluzzo (1998) afirmam que em uma economia aberta, a queda da taxa de juros pode ser inócua, pois os preços dos ativos privados não se recuperam em função de um forte deslocamento da curva de preferência pela liquidez, persistindo a tendência à fuga de capitais e as pressões para desvalorizações cambiais.

### **2.5. Década de 2000: início do ciclo das *commodities* e a crise do *subprime* nos EUA**

O número de IPOs – abertura de capital na bolsa de valores pelas empresas – aumentou subitamente na NASDAQ, sendo eles, em sua grande maioria, ligados a novas empresas de tecnologia que experimentavam efeitos especulativos, principalmente entre 1999 e 2000. O índice, composto basicamente por empresas de informática e tecnologia, apresentou ganhos consistentes desde o ano de 1998, atingindo um pico histórico em 2000 de 5.132,52.

No início do ciclo (em junho de 1999) a taxa de juros americana se encontrava em 4,75% – vinha de um afrouxo nas taxas e consequente aumento da liquidez internacional – e após o ciclo já havia aumentado gradativamente até atingir 6,5% (em maio de 2000), conforme pode ser observado no gráfico 8. Esse aumento das taxas de juros pelo FED durou somente até 2001, quando houve nova redução na taxa de 25-30% nos próximos 18 meses chegando a atingir 1,75% (em dezembro 2001).

Gráfico 8 – Taxa de Juros Norte-Americana, 2000-2010



Fonte: BIS, *Bank of the International Settlements*, 2020. Elaboração própria.

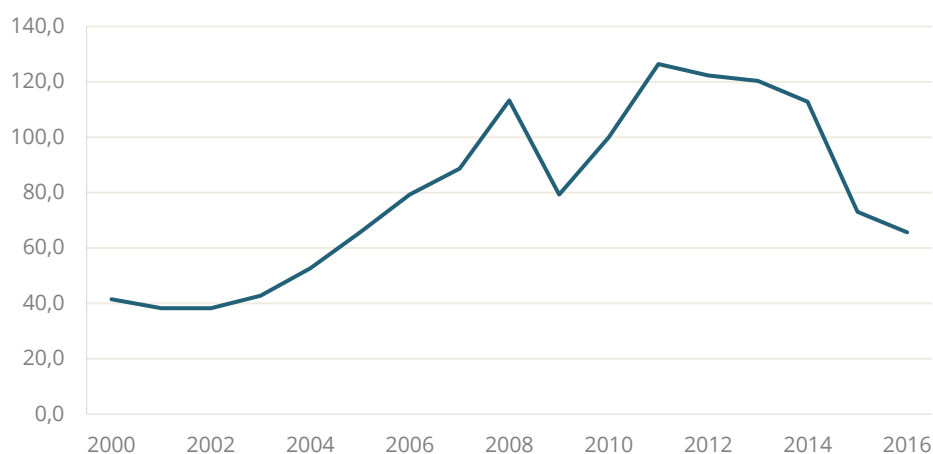
A crise argentina em 2001-2002 gerou quebra do sistema bancário e encarecimento do custo de vida de grandes proporções, resultando na renúncia do presidente Fernando de La Rúa e entrada em falência do país. No Brasil, a eleição do presidente Lula em 2002, gerou instabilidade econômica no país frente a possível postura “radical” que viria ser implementada e o dólar apresentou alta, obrigando o BC a fazer uso das escassas reservas para conter maiores desvalorizações do real. Já em 2005, houve a implementação de uma política de juros altos para controlar a inflação (ALMEIDA, 2015).

O ciclo econômico de 2003 a 2010, segundo Carneiro (2017), teria tido seu impulso original por meio das exportações líquidas, tendo como contexto o superciclo de preços das *commodities*, uma posterior aceleração do consumo – causada pela melhoria na distribuição de renda e ampliação do crédito – e o investimento induzido pelo crescimento dessa maior demanda. O consumo teria tido um papel mais relevante do que em outros ciclos por estar aliado à melhora na distribuição de renda.

Os fatores dados como determinantes para a elevação dos preços após 2002 elencam fatores como o deslocamento da demanda associado ao crescimento da Ásia e a capacidade de oferta reduzida por conta dos baixos investimentos dos anos 1990, isto é, uma década de preços caracteristicamente baixos. Assim se inicia o ciclo das *commodities* no Brasil, conforme pode ser observado no gráfico 9 (CARNEIRO, 2012).



Gráfico 9 – Índice de Preços Mundiais das Commodities (combustíveis e não-combustíveis) em dólares, 2000-2016

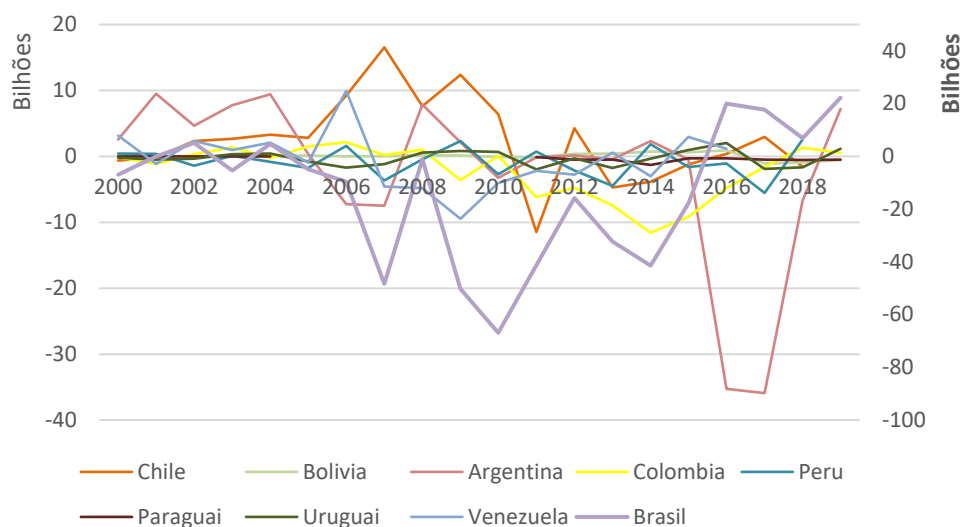


Fonte: IMF Data, *International Monetary Fund*, 2020. Elaboração própria.

É importante destacar que a baixa elasticidade-preço por trás destes bens seria responsável por sua alta volatilidade, a qual ocorreria independentemente das tendências de preços de longo prazo (a crise de 2008 apresenta queda brusca dos preços, por exemplo). Essa flutuação de preços tem sérias implicações para as economias latino-americanas, pois esta volatilidade acarreta em variação correspondente das receitas cambiais e fiscais com influência direta na trajetória da taxa de câmbio e postura fiscal. Uma das razões desta volatilidade seria a rigidez da oferta, pois não permite uma resposta imediata da produção ao estímulo da demanda ocasionando uma elevação de preços (CARNEIRO, 2012).

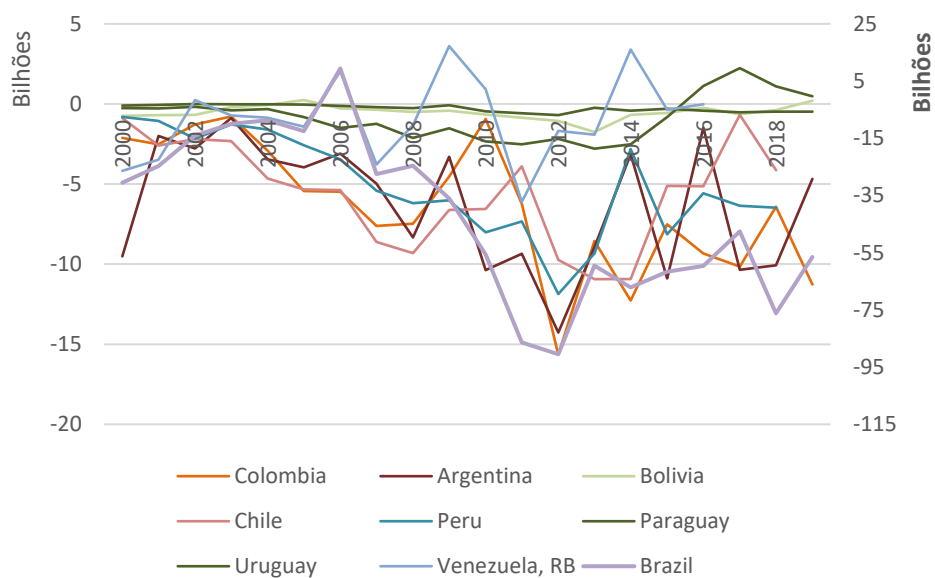
A crise do *subprime* em 2007 teve início no setor imobiliário e levou ao colapso bancário nos EUA, se desdobrando em uma crise internacional com a falência do banco Lehman Brothers a partir de setembro de 2008. Com auxílio das injeções de liquidez por parte do FED, feita na maior companhia de seguros dos EUA (*American Interegional Group*), assim como nas agências responsáveis pela administração da maior parte do mercado de hipotecas (*government sponsored enterprises*) e contando com a participação nas compras de bancos privados por outros bancos privados (caso da compra do *Lehman Brothers*) (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2008). Sob a perspectiva dos emergentes, o crédito se tornava mais acessível – devido ao seu menor custo – o que pode ter possibilitado alguma margem para Brasil em meio ao afluxo de capitais vivido nesta década (ver gráficos 10 e 11).

Gráfico 10 – Investimento Líquido em Carteira de Países da América do Sul, (Brasil no eixo direito, demais países no eixo esquerdo), 2000-2019.



Fonte: *The World Bank, International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook 2020*. Elaboração própria.

Gráfico 11 – Investimento Estrangeiro Direto Líquido em Países da América do Sul, (Brasil no eixo direito, demais países no eixo esquerdo), 2000-2019.

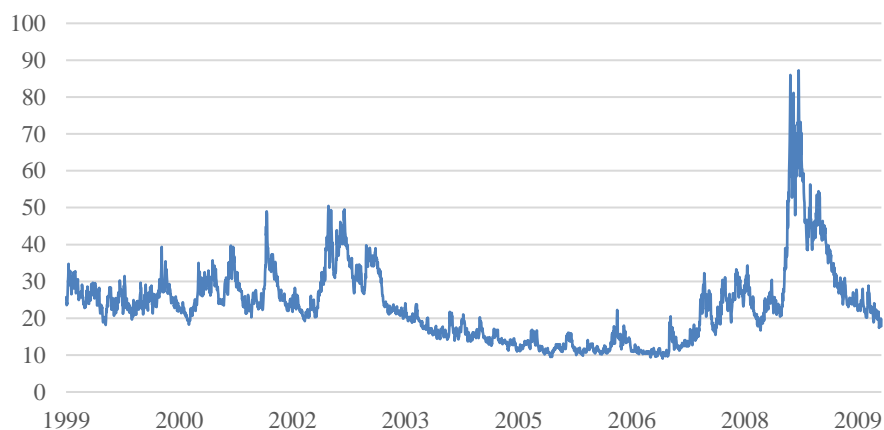


Fonte: *The World Bank, International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook 2020*. Elaboração própria.

O índice VIX, que em agosto de 2008 era de 20,68, em novembro chegou a 87,24 e, somente em dezembro de 2009 normalizou em 19,87 (ver gráfico 12). A taxa

de juros norte-americanos, por sua vez, apresentava queda desde 2007 chegando em 0,125%, onde se manteve até o final da década de 2010 (ver gráfico 8).

Gráfico 12 – Índice de Volatilidade (VIX) da *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) com base nas opções do S&P 500, 1999-2009



Fonte: *VIX Historical Price Data*, 2020. Elaboração própria.

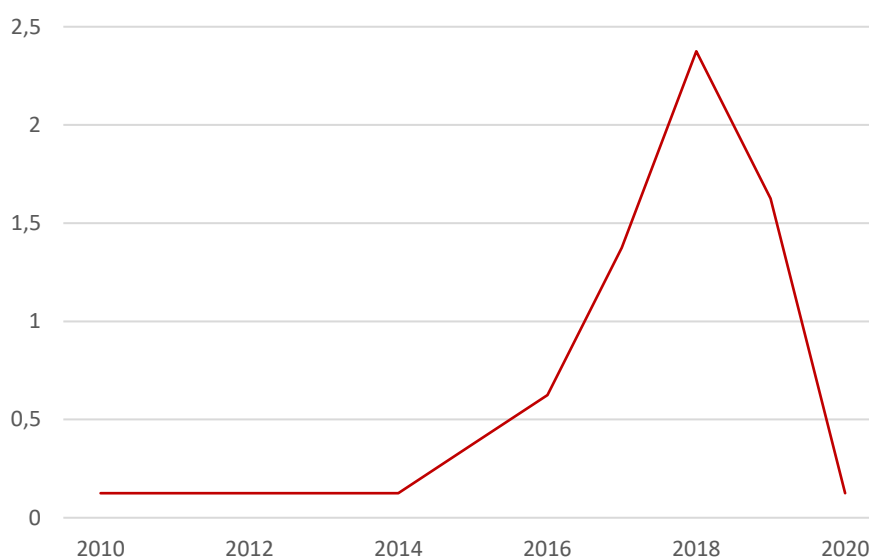
Diante do agravamento da crise, o Tesouro americano concedeu um pacote de US\$ 700 bilhões para comprar ativos imobiliários ilíquidos (“podres”) dos bancos, com objetivo de sanear de vez seu sistema financeiro. A finalidade desta medida era desobstruir os canais que estavam bloqueando os canais de crédito através de uma forma alternativa de realizar novos aportes de capital nas instituições financeiras, criando uma margem de manobra para os bancos (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2008).

Após a segunda metade de 2009, como resposta à crise se fez uso de uma política fiscal ativa e efetiva cooperação internacional utilizadas como meios de sustentação da atividade nos países centrais, as responsabilidades de tais medidas para evitar uma possível depressão recaíram sobre as políticas monetárias. Estas foram aplicadas de forma “não convencional”: taxas de juros próximas a zero por vários anos e programa de compra de títulos ao longo da curva de juros com objetivo de expandir a liquidez.

## 2.6. Década de 2010: reversão do fluxo de capitais devido às mudanças de política monetária EUA

Um dos principais determinantes da ampla liquidez é o caráter expansionista das políticas monetárias centrais, não só do *Federal Reserve* – o qual mantinha a taxa de juros em 0,125% desde 2008 até 2014 –, mas também o *Bank of England* e autoridades monetárias de Japão algum conservadorismo por parte da Europa. Os episódios de crises que elevam a aversão a volatilidade e ao risco, assim como os patamares com menores influxos de capitais para emergentes ao longo do período – se comparado com o período imediatamente após a crise – não desqualificam esta como uma fase de excesso (e não falta) de financiamento internacional.

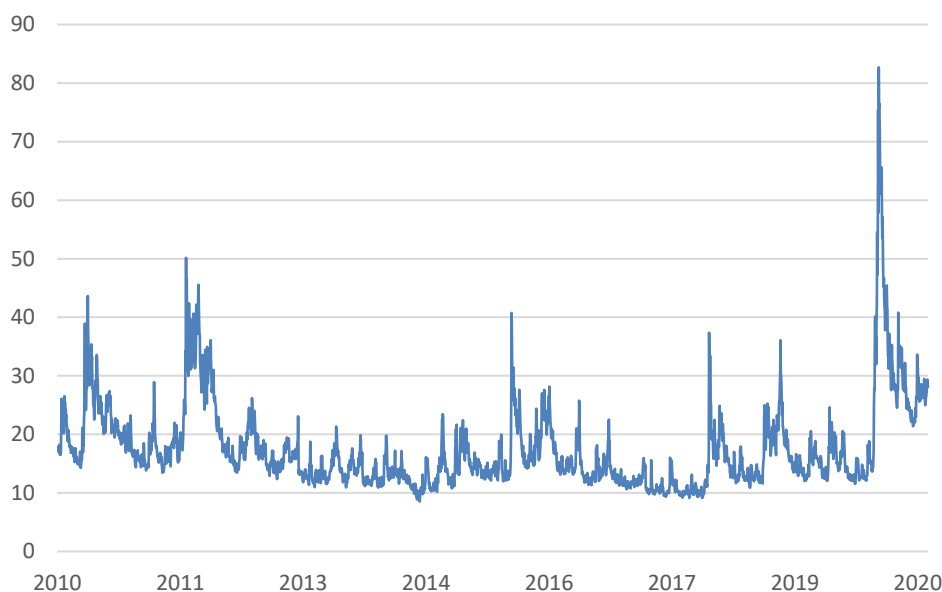
Gráfico 13 – Taxa de Juros Norte-Americana, 2010-2020



Fonte: BIS, *Bank of the International Settlements*, 2020. Elaboração própria.

O sistema econômico brasileiro teria perdido seu dinamismo ao final de 2010 e precisava ser reorientado, no que consistiu em reconfiguração de preços relativos por meio dos preços econômicos (taxas de juros, de câmbio e preços de energia e custo salarial). Os juros básicos da economia – taxa Selic –, no período de 2011 a 2014, são os menores desde 1994, as taxas de juros do crédito concedido pelo sistema bancário reduziram-se substancialmente, por conta da diminuição dos *spreads* (CARNEIRO, 2017).

Gráfico 14 – Índice de Volatilidade (VIX) da *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) com base nas opções do S&P 500, 2010-2019



Fonte: *VIX Historical Price Data*, 2020. Elaboração própria.

No período que sucede a crise do *subprime*, o índice VIX apresenta grande variação, o que se traduz nas incertezas com relação ao mercado e nos afluxos de capitais que pode ser observado nos países da América Latina – com destaque para o Brasil -, o qual só volta a se recuperar em meados de 2012 e é seguido por uma nova desestabilização.

Do ponto de vista comercial, uma redução do dinamismo desse período (2010-2014) pode ser justificada principalmente pelo enfraquecimento da demanda norte-americana, a qual beneficiava principalmente a China – que também transmitia mundo afora. A economia asiática, após a crise, compensou essa queda de dinamismo das exportações para os EUA com uma assertividade maior em outros mercados, acirrando a concorrência internacional (CORSI, SANTOS e CAMARGO, 2019).

Outro ingrediente produtivo bastante favorável aos países emergentes (principalmente aos latino-americanos) foram os elevados preços das *commodities* (conforme mencionado antes e que pode ser verificado no gráfico 9), o qual foi reinstalado com base não só no crescimento do mercado chinês, mas também pela vasta liquidez internacional combinada com as baixas taxas de juros, as quais acentuavam “financeirização” e o movimento de especulação dos mercados destes insumos. Os

termos de troca para os exportadores de produtos primários se mantiveram muito favoráveis até meados de 2014 (CORSI, SANTOS e CAMARGO, 2019).

O período de 2011 a 2016, em termos de Brasil, podem ser divididos em dois momentos, relativamente definidos. Nos anos de 2011 a 2014, o movimento predominante é o de deterioração dos fluxos, resultante da redução do crescimento. Já em 2015-2016, o país vive uma crise política antecedida por uma crise econômica, conduzindo a degradação do BP. Ainda que o ciclo de liquidez internacional estava em declínio, a partir de 2010 a sólida posição do setor público como credor líquido – em função do volume de reservas de US\$ 380 bilhões – e o mecanismo de autocorreção nas transações correntes foi o que impediu a crise de se tornar em um problema de estoques. O Brasil apresentava um desequilíbrio em transações correntes de 4,5% do PIB no início de 2015 em comparação a 1% no final de 2016 (CARNEIRO, 2017).

Em 2016 o chamado ciclo das *commodities* supostamente se aproxima do fim e um dos determinantes de tal afirmação foi a desaceleração do crescimento da China. O crescimento chinês foi parcialmente retomado em 2017, se mantendo acelerado até 2019 (6,1%). Assim como o movimento de retração (2016), o movimento de retomada dos preços das *commodities* pode ser observado no gráfico 9. Apesar da retomada do crescimento chinês e dos preços das *commodities*, o crescimento econômico brasileiro vem apresentando queda nos últimos dois anos (2018: 1,3% e 2019: 1,1%) (CORSI, SANTOS e CAMARGO, 2019).

No panorama mundial, o ano de 2018 foi marcado pelo início da disputa comercial entre China e os EUA (ver gráfico 12), uma vez que o último anunciou que pretendia impor tarifas sobre o aço e alumínio, importados de vários países, especialmente do primeiro. Logo após o mercado se recuperar, o FED anunciou que haveriam quatro elevações de juros naquele ano – ao invés das três precificadas pelos investidores. É possível observar no gráfico 13 que a taxa de juros americana vinha apresentando alta desde 2014 – se comparada ao patamar de 2008 (NONNENBERG, 2018).

Ainda que a política seja domesticamente apropriada, ela pode não o ser quando são considerados os efeitos de *spillover* externos. Contudo, o mesmo pode ser considerado verdadeiro, súbitas altas de juros geram maiores incertezas nos agentes e esses tendem a mudar seus ativos de países emergentes – como o Brasil – onde a taxa de juros é maior e o risco também, para aplicá-los nos EUA, onde o rendimento é menor,

porém o risco também o é. Tal afluxo de capitais pode ser observado nos gráficos 10 e 11 na seção anterior.

As condições monetárias estadunidenses podem ser transmitidas via fluxos de capitais entre países ou por precificação interna de ativos dos bancos globais, pois influenciam a provisão de crédito fora do território norte-americano. Por meio da atuação de intermediários financeiros que operam alavancados nos mercados globais, as reações às variações na percepção e tolerância ao risco geram efeitos de transbordamento internacionais e movimentos cíclicos em variáveis no mercado financeiro. Assim, as alterações percebidas de risco global estão ligadas diretamente ao nível de juros da política monetária dos EUA, que, ao gerar impactos sobre os custos de financiamento do dólar nos mercados internacionais, levam a ajustes de alavancagem de crédito, causando variações bruscas nos fluxos de capitais internacionais (MIRANDA-AGRIPPINO e REY, 2018).

O final de 2018 e os meses do início de 2019 foram caracterizados por um aumento das incertezas e perda de dinamismo na economia mundial. As principais fontes dessa incerteza, segundo relatório do IPEA, são: i) desaceleração do comércio internacional – em parte associada aos conflitos entre EUA e China; ii) questões políticas, com destaque para a saída (*Brexit*) tumultuada do Reino Unido da União Europeia (UE); e iii) questões econômicas associadas às expectativas de crescimento nos EUA e aos risco de uma recessão na Europa, especialmente na Alemanha e Itália. Incerteza que pode ser constatada ao observar o gráfico 12, em que o VIX atingiu em meados de janeiro, seu valor mais elevado desde 2010 (LEVY, 2019).

A partir do momento que o FED mudou sua postura e passou a sinalizar uma trajetória menos agressiva da taxa de juros, revendo a trajetória prevista fortemente para baixo. Conforme argumentado acima, essa redução possibilitou influxo de capitais para os países da América Latina, com destaque para o Brasil (ver gráficos 13 e 14). Os países emergentes tendem a se beneficiar da relativa melhora das condições financeiras internacionais e do aumento do apetite por risco. Assim, os fluxos de capitais para países da América Latina que vinham negativos até o terceiro trimestre de 2018, reverteram no último trimestre e do ano e ganharam impulso adicional nos primeiros meses de 2019 (LEVY, 2019).

O ano de 2020 enfrenta uma crise profunda causada pela pandemia da Covid-19, cujo alcance e consequências ainda são difíceis de vislumbrar. As medidas de

isolamento social apresentaram um grande choque na oferta e demanda por bens e serviços, desorganizando relações de trabalho, produtivas, de comércio e de crédito. A reação do mercado pode ser avaliada no valor atingido pelo VIX (ver gráfico 12) em março em 2020 (82,69), muito próximo do valor alcançado na crise do *subprime* em 2008 (87,24) (LEVY, 2020).

A crise do Covid-19 apresenta algumas outras semelhanças com a do *subprime* em 2008, como a redução brusca de juros pelo FED, com uma política monetária expansionista numa tentativa de reverter o efeito de valorização sobre o dólar na busca de ativos seguros. Em função da incerteza alta fez com que os rendimentos do Tesouro americano com maturidade de dez anos caíssem de 1,6% (a.a.) para 0,5% a.a. entre o início de fevereiro e o de março. Não há registros de taxas tão baixas desde 1976 (após a crise de 2008, o menor valor alcançado foi 1,5% a.a.) (LEVY, 2020).

Como grande parte dos ativos negociados internacionalmente são precificados em dólar, a literatura (FILARDO, GENBERG e HOFMANN, 2016) afirma que grandes períodos de política monetária expansionista estadunidense podem reduzir a incerteza do mercado internacional e os custos de financiamento em dólar, com um impulso no preço dos ativos. A oferta de crédito internacional é o fluxo de capital com mais volume entre países e é largamente afetado por oscilações nos níveis de incerteza e aversão ao risco (FILARDO, GENBERG e HOFMANN, 2016). Assim, um aumento na elevação do risco representado por um aumento no índice VIX pode causar uma queda acentuada da oferta de crédito global, com mais impacto nas economias emergentes, pois os fundamentos macroeconômicos, tendem a ser mais frágeis que em economias desenvolvidas (MORAIS, PEYDRÓ e ORTEGA, 2015).

## **2.7. Considerações finais**

O presente capítulo abordou a evolução do SMFI, sob uma perspectiva dos países em desenvolvimento – especificamente da América Latina –, e sua relação com os movimentos cíclicos de expansão e retração dos capitais internacionais desde o pós-guerra. Ao fazer análise dos índices (VIX, taxa de juros norte-americana, investimento estrangeiro direto líquido, investimento líquido em carteira e variação dos preços das *commodities*) buscou-se identificar como é a proporção do impacto destes no acesso do Brasil à moeda forte.



Após a abertura financeira experimentada na década de 1970, as sucessivas crises observadas no SMFI podem ser destacadas como um dos motivos na mudança de postura do FMI quanto aos impactos gerados por fluxos de capitais nos países em desenvolvimento. É possível relacionar medidas de abertura financeira com indicadores de desenvolvimento econômico e dos mercados financeiros domésticos.

Com base nas teorias de Rajan (2006), Filardo, Genberg e Hoffman (2016), Miranda-Agrippino e Rey (2018) buscou-se semelhanças ou até mesmo causalidades, nos movimentos da taxa de juros americana e na variação dos fluxos de capitais para os países da América Latina. Tais autores afirmam que sinalizações, por parte dos EUA, com baixas taxas de juros por períodos contínuos podem beneficiar países em desenvolvimento, assim como podem gerar incerteza (medida aqui através do VIX), caso resolvam elevá-la, revertendo o fluxo de capitais internacionais.

Conforme mencionado anteriormente, o fato do Brasil ter uma moeda que estaria localizada na base da hierarquia monetária traz diversos desdobramentos negativos, como a necessidade de manter a taxa de juros do país elevada com fim de compensar a incerteza de aplicadores externos – sem os quais disseminariam processos de fuga de capitais e expectativas de depreciação de câmbio (BIANCARELI, 2007). Assim, os países da América Latina se veem muito mais vulneráveis aos ciclos, uma vez que suas possibilidades de resposta são reduzidas, em relação a uma moeda no topo da hierarquia como o dólar. O capítulo seguinte procura apresentar uma alternativa para os países latino-americanos a lidarem com os ciclos, através da cooperação regional.

### **CAPÍTULO 3. LIQUIDEZ INTERNACIONAL E SUA INFLUÊNCIA NA COOPERAÇÃO REGIONAL BRASILEIRA**

Neste capítulo, o objetivo é identificar as motivações para a participação do Brasil em mecanismos de cooperação monetária e financeira regional. Para isso, o capítulo irá relacionar os conceitos teóricos desenvolvidos no capítulo um com a revisão histórica do capítulo dois para responder à pergunta do trabalho.

Diante da assimetria financeira na qual o Brasil se encontra que, na concepção cepalina de centro-periferia de Prates (2002), consiste em uma posição desfavorável, como mencionado no capítulo anterior, pois países em desenvolvimento são mais vulneráveis a crises financeiras e cambiais. Em outras palavras, durante momentos de aversão ao risco e necessidade de recomposição de perdas nos demais mercados, esta parcela de países tende a sofrer com fuga de capitais, sendo este um comportamento pró-cíclico.

Ocampo (2006) aponta a cooperação macroeconômica entre países em desenvolvimento com pelo menos dois benefícios, em que o primeiro seria a construção de muros de defesa contra crises financeiras e o segundo a prevenção das distorções na concorrência entre economias voltadas para as exportações. Segundo ele, coordenações de políticas macroeconômicas poderiam reduzir perturbações financeiras globais que tem por consequência efeitos recessivos (fruto das políticas de ajuste implementadas) ou variações cambiais que são as medidas de resposta recorrentes.

Visto que o estrangulamento externo foi um problema presente na economia brasileira desde o pós-guerra até por volta dos anos 2000, a cooperação regional foi apresentada neste capítulo como um meio facilitador de pagamentos e financiamento de curto prazo para seus membros durante esses períodos de reduzida capacidade de importar, de forma proporcionar dinamismo a estas economias. Esta é sugerida aqui como uma solução para momentos de escassez de divisas em função da dificuldade do Brasil em emitir moeda forte, sendo capaz de honrar pagamentos e evitando constrangimento externo.

Sendo assim, busca-se – através da relação dos dois capítulos prévios – uma relação dos movimentos cíclicos dos capitais internacionais e a liquidez internacional no desenho de mecanismos de cooperação monetária e financeira regional. Este capítulo está dividido em três seções, com os principais blocos de que o Brasil fez parte. A

primeira destaca o CCR desde sua criação e reformulação até uma análise dos argumentos apontados pelo Brasil para sua saída do Convênio em 2019. A segunda seção se debruça sob o Mercosul e as possibilidades de arranjos e diálogos que este promoveu no sentido da cooperação financeira e monetária regional que o mesmo como o Focem e o SML. A terceira perpassa os motivos que levaram os países da América do Sul a buscarem um banco de financiamento regional que consistiria no Banco do Sul. A quarta seção consiste na instituição do SML.

### **3.1. Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos**

Assim como os demais países latino-americanos, o Brasil apresentou dificuldades de se adaptar ao regime de câmbio fixo no período em que este vigorou – de 1944 a meados de 1960 –, apresentando recorrentes crises cambiais e fazendo uso de desvalorizações de moedas para tentar se adaptar ao SBW. Além das desvalorizações, o Brasil fazia uso de múltiplas taxas de câmbio ou rígido controle cambial com objetivo de contornar a escassez de divisas e o estrangulamento externo. No início de 1960, o cenário brasileiro é marcado por uma série de dificuldades econômicas, como a deterioração do balanço de pagamentos, a inflação em processo de aceleração e a indisciplina fiscal.

A Associação Latino-Americana de Livre Comércio (ALALC), criada em 1960, consiste em um grande marco da integração na região em função do número de países membros envolvidos<sup>6</sup>. Sofreu influência das concepções integracionistas cepalinos e tinha como meta fazer uso do gradualismo como meio para atingir um mercado comum na América Latina e, em um primeiro momento, alcançar o livre comércio em um período de doze anos. O objetivo não foi alcançado, pois as liberações comerciais entre os países integrantes eram divergentes e a associação é reestruturada em um novo acordo, substituindo a ALALC pela ALADI (Associação Latino-Americana de Integração)<sup>7</sup> (DATHEIN, 2007).

A instituição da ALADI ocorre em 1980 e em termos de objetivos, possuía o mesmo da antiga ALALC – estabelecimento progressivo e gradual de um mercado

---

<sup>6</sup> Argentina, Brasil, Chile, México, Paraguai, Peru e Uruguai.

<sup>7</sup> Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Cuba, Equador, México, Panamá, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela.

comum latino-americano –, todavia, essa contava com um número maior de países membros e diferia em buscar seu objetivo conforme os benefícios que os países membros desejassem – respeitando suas assimetrias – e não pelos compromissos previamente assumidos. Tendo em vista a experiência favorável na aplicação do sistema contemplado no Acordo de Pagamentos e Créditos Recíprocos entre os Bancos Centrais dos países da ALALC em 1965; sua modificação integral, aprovada e assinada em 1982 viria a consistir no Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR).

O convênio, composto pelos bancos centrais de 12 países da América Latina<sup>8</sup>, consiste em um sistema de pagamentos composto pela combinação de dois mecanismos fundamentais: uma câmara de compensação entre os bancos centrais, acoplada a acordos de crédito, onde o objetivo principal é a economia na utilização de meios de pagamento pelo sistema. Nesse, ao invés de exigir que cada transação entre países membros envolva meios de pagamento internacionais, débitos e créditos bilaterais podem ser compensados multilateralmente e liquidados, isto é, após o período quadrimestral cada país obtém um único saldo de crédito ou débito com o sistema.

O funcionamento do CCR prevê que cada banco central estabeleça com cada um dos demais uma linha de crédito recíproco para financiar a diferença diária entre débitos e créditos até a compensação quadrimestral ou até o pagamento antecipado. Uma vez incluídos nesse mecanismo, os débitos referentes pagamentos de comércio de bens e serviços, bem como juros de financiamentos ao comércio tornam-se irrevogáveis, contando com garantia de conversibilidade, transferibilidade e pagamento por parte do banco central devedor.

Os riscos comerciais e políticos do financiamento para o credor são mitigados por garantias mútuas entre os bancos centrais: a conversão imediata para dólares norte-americanos dos pagamentos efetuados em moeda local pelo banco comercial importador, a transferência ao banco central do exportador dólares decorrentes dos pagamentos já convertidos e o pagamento da dívida, ou seja, sua efetiva liquidação até a data da compensação multilateral.

Além do convênio propriamente dito, o funcionamento do CCR é disciplinado por um regulamento e pelas normas internas aprovadas pelos bancos centrais de cada

---

<sup>8</sup> Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

país, os quais possuem autonomia para definir as garantias oferecidas no âmbito do convênio, as operações passíveis de serem canalizadas e os instrumentos admissíveis. Desta forma, em períodos de maior liquidez internacional, os países tendem a reduzir sua utilização, como ocorreu nos anos 1980, em que o convênio alcançou seu menor percentual de aproveitamento, após sua reformulação em 1982 e em meio à crise da dívida. A taxa de juros norte-americana passou por alta histórica em 1980 (ver gráfico 2), apresentando queda até 1986, quando alcança 5,875%. A década de 1980 apresentou os maiores volumes de operações comerciais intrarregionais, alcançando US\$ 150 bilhões ou 90% de todo comércio efetuado no âmbito intrarregional (BIANCARELI, 2011).

A partir de 1989, ocorreu redução da utilização do convênio, bem como de economia de divisas, ainda que não tão acentuadas. Dois anos antes os EUA viviam a *Black Monday*, em que o índice de volatilidade obteve alta recorde, mostrando a incerteza do mercado enquanto a América Latina ainda se recuperava da crise da dívida. A partir de 1991, o Brasil apresenta queda na economia de divisas que se mantém até 2008 (BIANCARELI, 2011). A retomada da canalização de pagamentos via CCR em 2004 se deve, principalmente, ao uso intensivo da Venezuela para pagamento de operações de importações de curto prazo e, em menor medida, à flexibilização das restrições ao uso do mecanismo – impostas pelos bancos centrais da região a partir de 1999. É importante destacar que a taxa de juros norte-americana começa a apresentar alta a partir de 2004 (2,25%), alcançando 5,25% em 2006 (ver gráfico 7).

São apresentados ainda, dois casos de sucesso de operações estruturadas com o CCR, onde o primeiro é o financiamento, via BNDES, da expansão – em caráter emergencial – de gasodutos troncais da Transportadora *Gas del Sur AS* (TGS) e da Transportadora de *Gas del Norte AS* (TGN), na Argentina, a qual se encontrava em plena renegociação da dívida externa e com a comunidade financeira internacional, impedindo seu acesso a novas linhas de crédito internacionais. O segundo caso é o do Equador, na construção da hidrelétrica de San Francisco, possibilitando que o país não tivesse mais necessidade de importar energia do Peru e da Colômbia (RÜTTIMANN, SENRA, *et al.*, 2008).

A necessidade de investimentos em infraestrutura é apontada como um dos principais entraves ao incremento do fluxo de comércio de bens e serviços entre os países, isto é, a falta de canais eficientes para transporte e distribuição de mercadorias,

disponibilidade energética e de serviços de telecomunicações tem provocado a perda de oportunidades. Assim, os governos que fazem parte do CCR elencaram uma carteira com 350 projetos de infraestrutura, que representam investimentos estimados de US\$ 38 bilhões e, devido à dificuldade de viabilizar os projetos, em 2004, foram selecionados 31 projetos de alto impacto para conclusão em cinco anos com um investimento total da ordem de US\$ 6,5 bilhões, dos quais apenas um foi concluído com a utilização total de fontes orçamentárias do governo brasileiro (a ponte sobre o rio Acre) (RÜTTIMANN, SENRA, *et al.*, 2008).

Mesmo que os sistemas financeiros tenham alcançado certo grau de maturidade, que permitiu a redução da utilização do CCR no comércio de bens e serviços, ainda há dificuldades para financiar investimentos em infraestrutura. Estas que, fundamentadas nas prerrogativas de conversibilidade, transferência e pagamento, concedidas às operações cursadas no convênio dispensam a necessidade de buscar linhas de crédito obtidas em organismos multilaterais ou o pagamento do elevado custo de garantias concedidas pela comunidade financeira internacional.

Não obstante, tendo cumprido satisfatoriamente todos os objetivos estabelecidos, a partir da década de 1990, observou-se um declínio acentuado no volume de operações por ele cursadas – conforme os relatórios da ALADI, em 1991, 74,3% do comércio intrarregional cursava via CCR, em 1996, esse percentual havia declinado a 23,8% e, em 2001, para 3,3%, para em 2017 alcançar 1,1%. Este argumento anterior é contraditório, pois conforme apontado por Berriel (2019) no último relatório da ALADI, do ano de 2016, onde se refere ao número de operações registradas no ano em estudo, esta diminuiu 50% em relação a 2015, mas se o valor médio for considerado por operação, no entanto, houve um aumento de 39,8%, localizado em 338.435 dólares no ano em estudo e, se o BCB menciona volume das operações, deveria se referir aos valores e, portanto, elas não diminuíram realmente.

O segundo argumento apresentado para a saída do Brasil do CCR seria de que as crises de liquidez das décadas de 1980 e 1990 não mais persistem no cenário geral da volta contínua dos países da região aos mercados financeiros internacionais. Todavia, na crise de 2008 o dólar atingiu alta recorde (só sendo superado em 2016) e, embora seja vantajoso para as exportações do país, os setores que dependem de importações de produtos de alta tecnologia levando o Banco Central do Brasil a intervir com objetivo de impedir crises de liquidez, como os *swaps* cambiais e vendas utilização de reservas

internacionais (os quais também foram realizados em 2003), visando aumentar a oferta de dólares no mercado e manter sua cotação sob controle (BERRIEL, 2019).

O próximo ponto destacado evidencia a incompatibilidade do CCR com as exigências atuais e sua característica de tornar os bancos centrais garantidores das operações registradas – constituindo, assim, uma transferência de risco privado para o setor público que vai de encontro aos modernos requisitos de arquitetura de sistemas de pagamentos e contra o mandato de várias instituições públicas (BERRIEL, 2019). Contudo, o motivo por ser financiado pelos bancos centrais é o que possibilita o custo do financiamento pelo CCR ser mais baixo do que se fosse feito por meio de instituições privadas, as quais seriam estrangeiras devido ao alto valor cursado no convênio.

O BCB era, segundo a ata (2019, p. 17-24), obrigado a assumir e renegociar prejuízos das operações de longo prazo e com descontos, sendo esses recorrentes entre os anos de 1979 e 1990, envolvendo vários países. Passando por um período sem ocorrências até os 2000, quando houve desentendimentos com o banco central uruguaio devido a sua dívida pelo convênio e novamente em 2017, ano em que a Venezuela não honrou um pagamento quadrimestral, só quitando seu saldo devedor – com dois dias de atraso – no valor de US\$ 179,5 milhões. O Equador também teria sido acusado de *default* em 2008, após a eleição do presidente Rafael Corrêa, quando se criou uma comissão com o objetivo de realizar a auditoria oficial da dívida pública do país e, no relatório final, foram encontradas diversas ilegalidades no processo de endividamento. A partir de então, o país se propôs a aceitar apenas entre 25 a 30% do valor dos títulos da dívida externa comercial e 95% dos detentores dos títulos aceitaram a proposta devido às provas apresentadas pela comissão.

Nesse caso, as relações não só não foram suspensas via CCR, como desde 1990 o Brasil vem acumulando saldos altamente positivos no comércio bilateral com o Equador. A diferença – comparado ao caso da Venezuela – seria no alinhamento do governo de Corrêa-Lula, onde ambos priorizavam medidas sociais e integrações regionais. Já no caso da Venezuela, o governo não tem quaisquer semelhanças com o brasileiro (BERRIEL, 2019).

Outro fator de destaque é a dificuldade de aperfeiçoamento do CCR, como suspender o direito a voto no órgão de deliberação máxima (Conselho para assuntos Financeiros e Monetários da ALADI) daqueles membros que não estiverem cumprindo

com suas obrigações originadas em um Programa Automático de Pagamentos (PAP), todavia, todas as tentativas foram rejeitadas em votação secreta por um único voto negativo (BERRIEL, 2019).

Os argumentos utilizados para fundamentar a saída da CCR têm respaldo temporário, podem não ser mantidos nos próximos anos – como em casos de crise de liquidez – e sinalizam um desinteresse brasileiro à integração regional com os demais países, os quais são importantes no ponto de vista dos blocos macrorregionais, possibilitando maior poder de negociação que, ao separar-se dos demais Estados da América do Sul, acaba por enfraquecer a região como um todo.

Na década de 1990, a disponibilidade de liquidez internacional para países em desenvolvimento muda conforme a taxa juros estadunidense (ver gráfico 5) vem apresentando queda e gerando um apetite ao risco por parte dos investidores. Da perspectiva do Convênio, as operações canalizadas apresentam significativa queda e, segundo Biancareli (2011, p. 30), esta seria motivada por um “boicote” por parte dos BCs em assumir riscos privados (cambial e de crédito) que as garantias (de conversibilidade, reembolso e portabilidade) previstas no CCR impõem. Bem como este estaria falhando em uma de suas principais funções: economizar divisas, as quais vinham apresentando queda desde 1990.

### **3.2. Mercado Comum do Sul**

A ALADI acabou por ter seu poder reduzido pela realização de acordos sub-regionais e passou a ser subdividida em grupos menores: o Grupo Andino e o Mercosul (FARIA, 2004). Com resultado dos esforços plurilaterais e bilaterais, em 1991 é firmado o Tratado de Assunção, assinado por Brasil, Argentina e Paraguai, o qual iniciou um processo de integração mais veemente entre os países do Cone Sul e que tinha como meta a longo prazo o Mercado Comum do Sul (Mercosul), instituído em 1994 (TREIN, 2007).

Negociado nas administrações de Sarney e Alfonsín, o Tratado refletia suas intenções de buscar a combinação de políticas de estabilização com o relançamento do desenvolvimento embasado em um centro dinâmico endógeno, sendo compatível com a estratégia do Mercosul para o setor fortalecendo cadeias produtivas regionais através de economias de escala via integração (BAUMANN, 2011). Com a novas posses de Collor



e Menem, contudo, o novo cenário político vinha com outro projeto de governo que buscava aderir ao Consenso de Washington, o qual desviava do processo de liberalização comercial via cooperação (FARIA, 2004).

O Brasil tinha a alta inflação como um grande obstáculo para maior coordenação de suas políticas cambiais, mas também dificultou a coordenação de políticas com outros países, como a Argentina, que fazia uso de um programa de fixação de taxas de câmbio. Mesmo em meio a estes impasses, o período foi marcado por uma ascensão comercial intrabloco e adesão prática da estrutura institucional, adequando as regras do acordo aos mecanismos previstos no Organização Mundial de Comércio (OMC) (ALMEIDA, 2002).

Um maior avanço no sentido da integração pode ser observado entre 1995 e 1998 com a Tarifa Externa Comum (TEC) entrando em vigor no primeiro ano e possibilitando uma política aduaneira comum entre os países do bloco. Além disso, houve a instauração da livre circulação de trabalho e direitos trabalhistas por meio Declaração Sociolaboral. Acordos com novos países também ocorreram, com o ingresso do Chile e da Bolívia.

A partir de 1999, contudo, o Mercosul entrou em profunda crise – coincidindo com a crise das “ponto com” mencionada no capítulo dois – e, segundo Bichara, Cunha e Sarriera (2010), esta crise seria resultado das crises dos países membros. O colapso da política cambial brasileira combinado à estagnação inflacionária argentina sob armadilha cambial, levou à valorização relativa da moeda uruguaia e consequente queda do comércio regional. A Argentina passou a adotar medidas protecionistas contra produtos brasileiros e a situação não é resolvida intrabloco, sendo levada a pleito junto à OMC.

O relançamento do Mercosul surgiu como resposta à crise do bloco nos anos 2000 e buscou reduzir assimetrias intrabloco, além de identificar e incorporar assuntos pendentes a serem implementados. A pressão das economias menores bloco orienta a política regional de tal forma a promover a uma integração mais inclusiva, e o marco desta é a criação do Fundo para a Convergência Estrutural e o Fortalecimento Institucional do Mercosul (Focem).

O Focem, que é fundo fiscal atrelado ao Mercosul, foi criado em 2004, mas tornou-se operacional em 2007 devido às suas regras de capitalização, com um montante anual de US\$ 100 milhões, onde cada país-membro deveria contribuir com

um percentual estabelecido em função da participação histórica do produto interno bruto (PIB) dos países em no PIB total do bloco. Esta medida de participação tem um caráter redistributivo que deve privilegiar obras de infraestrutura destinadas a facilitar o processo de integração. Além de financiar projetos sem exigência de reembolso, o fundo procura fazê-lo de modo a amenizar, progressivamente, as diferenças estruturais e, esse é um ponto relevante no que tange um processo de integração, pois ignorar este tende a aumentar desigualdades entre os países do bloco (MOLLO e AMADO, 2001).

Os objetivos do Focem consistem em: i) a promoção da convergência estrutural dos países membros do Mercosul; ii) o desenvolvimento da competitividade econômica dos Estados-partes; iii) o favorecimento do Cone Sul; e iv) o fortalecimento do processo de integração regional e da estrutura institucional do bloco. Assim, o Fundo utiliza as contribuições para financiar projetos que melhorem a infraestrutura de economias de menor porte e das regiões menos desenvolvidas do bloco para impulsionar a produtividade econômica dos países membros, promover o desenvolvimento no âmbito social e para apoiar funcionamento da estrutura institucional do bloco.

O Fundo define-se como um meio distributivo ao estabelecer uma diferença entre as contribuições correspondentes a cada um dos Estados-partes e à distribuição de tais recursos entre eles. Assim, as contribuições são definidas conforme a participação histórica do PIB (Produto Interno Bruto), sendo o Brasil o principal acionista com aporte de US\$ 70 milhões ou 55,12%, seguido pela Argentina e Venezuela, ambos com aportes de US\$ 27 milhões e 21,26%. Por fim temos Uruguai e Paraguai, com US\$ 2 e US\$ milhão que correspondem a 1,57% e 0,79%. Os recursos recebidos são inversamente proporcionais aos aportes, sendo tal a forma redistributiva operada pelo FOCEM (FOCEM, 2016).

Em paralelo ao período de reestruturação do bloco, o crescimento do comércio intrarregional voltou a crescer, superando níveis atingidos antes da crise. Os países membros passaram a apresentar altas taxas de crescimento a partir de 2003. No período de 2000 a 2008, houve melhora de desempenho extrabloco, apresentando crescimento significativo das exportações do Mercosul para o resto do mundo (SÁEZ, 2008). Ocorreu desaceleração em 2010, como consequência da crise do *subprime* e se recupera em 2014, com a venda de *commodities* para a China (ver gráfico 8).

### 3.3. Banco de Desenvolvimento da América Latina

O Banco de Desenvolvimento da América Latina (CAF), com sede em Caracas, na Venezuela, é uma instituição financeira multilateral sub-regional que se enquadra nas características de um banco de desenvolvimento, cuja origem tem por objetivo fomentar e impulsionar a integração da região andina por meio de empréstimos a governos dos países acionistas e ao setor privado, sendo estes de curto, longo e médio prazo – um ano, até cinco anos e mais de cinco anos, respectivamente. Tais empréstimos podem ser de diferentes tipos: comércio exterior – pré e pós-embarque –, e financiamento de bens de capital de giro, para projetos específicos<sup>9</sup>.

Já em 2010 a CAF reafirmava seu papel como fonte mais importante de financiamento multilateral entre seus países membros consistindo em um relevante provedor de crédito para os países acionistas latino-americanos e caribenhos, tendo aprovado, há uma década, um valor recorde de operações no total de US\$ 10,533 bilhões. Além disso, a literatura (CULPEPER, 2006) afirma que a CAF consiste em uma experiência de êxito no que tange instituições financeiras sub-regionais, mesmo sem incluir os países industrializados que fazem parte de seu quadro de acionistas e sem recorrer ao financiamento mediante concessões.

Em 2019, o total da CAF em ativos alcançados foi de US\$ 42.2 bilhões, um aumento de 5.7% em comparação com US\$ 40.0 bilhões alcançado em 2018. No final de 2019, a Instituição patrimônio líquido alcançado US\$ 12.8 bilhões, 7.9% sobre a quantidade de no ano anterior, reforçada pelas contribuições de capital feitas pelos países acionistas e pelos lucros retidos<sup>10</sup> (CAF, 2019).

O desempenho bem-sucedido da CAF é o resultado de sua solidez financeira, da qualidade da carteira de crédito e de suas políticas financeiras conservadora. Nos últimos cinco anos (2014-2018), o CAF aprovou operações para o Brasil em um montante aproximado de US\$ 7,238 milhões, o que representa uma média de US\$ 1,448 milhão por ano, equivalente a 11,8% do total aprovado nesse período. A carteira de

---

<sup>9</sup> Atualmente, são 17 os países-membros da CAF: Argentina, Brasil, Bolívia, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, Espanha, Jamaica, México, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Trinidad e Tobago, Uruguai, Venezuela e 15 bancos privados da região.

<sup>10</sup> O capital autorizado da CAF é de US \$ 15 bilhões. No final do exercício de 2019, as ações subscritas e integralizadas atingiram US \$ 5.4 bilhões, e um excedente de capital de US\$ 3.9 bilhões, com patrimônio total atingindo US \$ 12.8 bilhões.

crédito e investimentos do Brasil é de US\$ 1,747 milhões, representando uma participação de 6,8% na carteira de crédito e investimentos do CAF (CAF, 2019).

### **3.4. Banco do Sul**

O Banco do Sul foi marcado por divergências já na sua criação, os sócios encontraram dificuldades operacionais cumulativas. O projeto defendido pela Venezuela consistia em um banco que fosse diferente das instituições financeiras internacionais tradicionais, pois estas não estariam suprimindo as necessidades dos países da região ou criando condições aos empréstimos (MARGARIDO, 2008). A ideia consistia não só em criar mais uma iniciativa de cooperação regional, mas sim por em prática uma proposta de uma “nova arquitetura regional financeira” (ROSAS, 2007).

A Venezuela buscava o apoio do Equador e da Bolívia para estabelecer seu projeto, o qual consistia em consolidar um sistema financeiro regional para reduzir a dependência dos fluxos financeiros internacionais, diminuir os custos, facilitar o acesso a divisas para o comércio e a possibilidade de financiar de maneira autônoma o desenvolvimento na região. Por outro lado, as autoridades brasileiras apontavam a necessidade de mudanças nas propostas iniciais, tendo sua participação condicionada a adoção de diretrizes mais técnicas e menos políticas (STRAUTMAN e SOARES, 2007).

Uma das principais questões foi a forma como os recursos seriam captados, pois a Venezuela propunha que o fizesse por meio da utilização de pelo menos uma parcela das reservas internacionais. Por sua vez, para o Brasil, esse seria um movimento com risco muito alto e defendia que deveriam captar os recursos por meio do mercado de capitais (FURTADO, 2008). Além disso, o Brasil defendia que o Banco do Sul devia se assemelhar ao BNDES, financiando projetos de desenvolvimento, enquanto os venezuelanos propunham uma instituição que promovesse empréstimos em momentos de emergência, nos moldes de um fundo monetário (STRAUTMAN, 2007).

Mesmo em meio a tantas divergências, a Ata de Fundação foi assinada por Argentina, Brasil, Venezuela, Bolívia, Equador, Paraguai e Uruguai em 2007 e apresentava as principais diretrizes do Banco do Sul. A Ata definiu que o Banco seria uma instituição de desenvolvimento social e econômico, com finalidade de fortalecer a integração, diminuir as assimetrias e buscar a distribuição de investimentos. Mesmo

depois da assinatura, contudo, a Venezuela voltou a trazer temas como captação por meio de reservas internacionais, Banco se assemelhar a um fundo monetário, se destinar a projetos sociais, não exigir garantias nos empréstimos, etc. Em contrapartida os representantes brasileiros afirmavam que mesmo o BNDES levou algum tempo para se consolidar antes de ser capaz de destinar parte de seu a projetos sociais (ATA FUNDACIONAL, 2007).

No que tange os aportes, Brasil, Argentina e Venezuela contribuiriam com US\$ 2 bilhões cada um; Uruguai e Equador com US\$ 400 milhões cada um; e por fim Paraguai e Bolívia com US\$ 100 milhões cada um totalizando um montante de US\$ 7 bilhões. O Banco do Sul, contudo, não foi além da assinatura do Ata, pois ao convocar os países membros para ratificar a criação do Banco nos seus respectivos espaços legislativos em 2016, mas não o fizeram (ALVES e BIANCARELI, 2015).

### **3.5. Sistema de Pagamentos em Moeda Local**

O Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML), fundado em 2008, seria mais ambicioso que o Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR), porque a liquidação das transações para os importadores e exportadores é feita em moeda local. Como esta compensação é feita em moeda doméstica, mesmo que o SML não represente a desdolarização do comércio, é um passo nesse sentido e constitui avanço importante na integração financeira da América do Sul. Além disso, esse mecanismo possibilita que ambas as partes envolvidas reduzam seus custos e se protejam de variações cambiais.

Ao deflagrar-se com as crises externas sequenciais do Brasil – no final da década de 1990 – e da Argentina – no início dos anos 2000 –, com repercussões importantes sobre as demais economias do Mercosul, as quais combinadas ao elevado grau de mobilidade de capitais contribuiu para o enfraquecimento do bloco. A necessidade de algum grau de coordenação e harmonização macroeconômica atrelada ao aprofundamento da integração, bem como instrumentos financeiros que deem suporte ao processo, se tornou evidente.

Os países em desenvolvimento se encontram na base da “hierarquia de moedas” entendida por Herr (2006) e dispõem de um baixo grau de autonomia para conduzir sua política macroeconômica. Esta falta de autonomia é resultado da necessidade de honrar

compromissos externos e os leva a “engessar” a taxa de juros em patamares relativamente elevados, impedindo a subordinação política monetária aos objetivos mais amplos de estímulo ao aumento da demanda efetiva.

O convênio funciona como um sistema bilateral de compensações e liquidação, cujos objetivos principais são: i) reduzir as transferências de divisas; ii) fomentar a integração financeira por meio do aumento das transações diretas real – peso, aumentando a eficiência e a liquidez desse mercado cambial; e iii) reduzir os custos de importadores e exportadores com as transações financeiras, liberando-os das operações cambiais, com fim de promover a participação das pequenas e médias empresas no comércio bilateral.

O Sistema tem condições sob as quais convênios bilaterais devem ser celebrados entre bancos centrais e tem caráter facultativo. O Brasil e a Argentina assinaram, em setembro de 2008, o primeiro convênio que começou a vigorar no ano de 2009, onde é permitido o uso do SML para pagamentos relativos a operações de qualquer natureza entre pessoas físicas ou jurídicas, residentes, domiciliadas ou com sede na Argentina ou no Brasil. A crise do *subprime* teve como consequência um afluxo de capitais nos anos que se seguiram e mesmo os preços das *commodities* só apresentaram melhora em meados de 2010, o SML teria surgido como alternativa para empresas de menor porte em meio à crise. Ainda que a taxa de juros norte-americana apresente queda drástica (ver gráfico 7), em momentos de incerteza os agentes tendem a “fugir para a liquidez” devido a sua aversão ao risco, como pode ser observado no pico atingido pelo VIX em 2008 de 87,24 (ver gráfico 9).

O SML foi desenhado para suprir preferencialmente empresas cujo acesso ao mercado externo (tanto para importações) é reduzido ou impedido pelos altos custos de transação envolvidos – sejam eles das operações comerciais ou do crédito em moeda estrangeira. Diferentemente das grandes companhias dos dois países que se forem nacionais estarão protegidas pelos diversos mecanismos de *hedge* a sua disponibilidade e se multinacionais tem suas operações permeada em moeda estrangeira, então para pequenas e médias empresas uma opção de pagar ou receber em moeda nacional têm apresentado uma economia de custos importante.

Segundo Biancareli (2011, p. 34), seria uma economia de 3% do valor da transação ao cursá-la via SML. O autor afirma que o desafio de expandir o uso do sistema em duas direções parece promissor. De um lado, consiste em criar incentivos

para um uso maior do sistema, cobrindo fatias crescentes do intercâmbio bilateral – bem como contribuindo para fortalecer esses laços. Seria relevante ainda acoplar mecanismos de crédito em moeda local para agentes atuantes no comércio exterior. Assim, o leque de problemas enfrentado pelo mecanismo seria ampliado e não apenas os custos de transação relacionados seriam diminuídos, bem como a dependência do crédito comercial em moeda forte. Por outro lado, ampliar a abrangência geográfica dos pagamentos em moeda local também é uma necessidade, inclusive para tornar o mecanismo de fato regional e não apenas bilateral. Neste sentido, foram declaradas intenções de expandir o mecanismo para os demais países do Mercosul, as tratativas entre Brasil e Uruguai iniciaram em 2009 e no último relatório do BCB de novembro de 2018 as importações atingiram 13,67 bilhões de pesos e exportações 11,55 bilhões de reais. Com a Argentina, o último relatório disponível também data de novembro de 2018 e consistiram em 201,61 bilhões de pesos em exportações e 44.382 reais em importações. No caso do Paraguai, que por sua vez entrou no SML em agosto de 2018, foram 4,74 bilhões de pesos em exportações e 54,52 bilhões de reais em importações (BCB, 2018).

As potencialidades do SML ainda estão longe de ser alcançadas, pois o Brasil, por exemplo, como exportador líquido para os demais, receberia em dólares 45,7% das suas vendas e, a compensação de todas as operações de comércio intrarregional levaria a uma redução significativa das transferências de divisas, ao mesmo tempo em que favoreceria muito a integração financeira no bloco (PINTO e SEVERO, 2011).

Os países da América do Sul apresentam em vários momentos da sua história, problemas associados a acesso de divisas, devido a suas moedas inconvertíveis. Os instrumentos de cooperação, como SML, poderiam ser a resposta para essas falhas de mercado, onde poderiam ser melhor aproveitados se os países direcionassem estímulos adequados aos agentes para que fizesse dele seu instrumento.

### **3.6. Considerações Finais**

Neste capítulo foram analisados os blocos de cooperação regional e sua maior ou menor utilização tendo como determinantes os índices analisados no capítulo dois e conforme a análise teórica do capítulo um. Viu-se que tanto em termos das primeiras

práticas mais significativas de cooperação quanto o desenvolvimento da teoria, datam do período pós-Guerra.

Os blocos de cooperação podem ter por finalidade tanto o financiamento – como o caso da Corporação Andina de Fomento (CAF), Fundo para o Desenvolvimento da Bacia do Prata (Fonplata), Fundo para Convergência Estrutural e Fortalecimento Institucional do Mercosul (Focem) e Bando do Sul. Quanto sistemas facilitadores de pagamentos – Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML), Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR) ou ainda bloco regionais como o Mercado Comum do Sul (Mercosul). De modo geral, os contextos de instituição dos blocos se assemelham na necessidade do Brasil e dos demais países latino-americanos em mitigar sua limitação enquanto dependente das políticas monetária definidas por países centrais – nesse caso analisado conforme aumento ou redução da taxa de juros norte-americana.

Viu-se que a posição do Brasil na base da hierarquia de moedas é um fator determinante no grau de autonomia que dispõem para conduzir sua política macroeconômica (HERR, 2006). Essa posição passiva enquanto país em desenvolvimento, sujeito às políticas estabelecidas pelos *policy makers* têm por resultado uma taxa de juros engessada em patamares relativamente altos para atrair capitais internacionais e compensar o risco ao investir no mercado brasileiro. Impedindo, assim, a subordinação da política monetária doméstica aos objetivos mais amplos de estímulo à elevação da demanda efetiva.

Viu-se que a posição do Brasil na base da hierarquia de moedas é um fator determinante no grau de autonomia que dispõem para conduzir sua política macroeconômica conforme apontado por De Conti, Prates e Plihon (2014). Essa posição desprivilegiada enquanto país em desenvolvimento, segundo Biancareli (2007, p. 67) faz com que estes países sejam vistos como oportunidades para ganhos extraordinários sujeitos a riscos mais altos que nos mercados centrais, tendo essa participação marginal um reflexo que em momentos de aversão ao risco e necessidade de recompor perdas em outros mercados, esta parte reduzida tende a sofrer com os fortes movimentos em busca de lucros.

Tendo em vista um cenário de liberalização e globalização das finanças internacionais, políticas macroeconômicas e instituições nacionais não seriam suficientes para conter as tendências geradas pelos ciclos financeiros determinados exogenamente. Assim, haveria incentivos a construção de arranjos regionais de



cooperação financeira para financiamentos de curto prazo diante dos desequilíbrios externos, para estabilização dos preços chave (particularmente a taxa de câmbio) e para o financiamento do desenvolvimento (BICHARA, CUNHA e SARRIERA, 2010).

Desta maneira, pode-se observar os movimentos de cooperação monetária e financeira regional divididas em duas grandes ondas, com diferenças significativas entre elas. A primeira, de 1960 a 1970, caracterizou por um momento de estrangulamento externo por consequência da escassez de liquidez e necessidade de encontrar meios de mitigar a dificuldade de gerar divisas através da alternativa *second best*, com a criação de mecanismos como (CAF, CCR e Fonplata). Enquanto a segunda, a partir dos anos 2000, havia expansão de liquidez e acúmulo de reservas internacionais, sendo então motivada por uma tentativa dos países em desenvolvimento, através da criação de arranjos como Focem, SML e Banco do Sul, em reduzir sua dependência de dólares e operacionalizar em sua moeda doméstica.

É possível concluir, embasando-se na concepção de Culpeper (2006) que a cooperação financeira e monetária regional pode ter motivações tanto políticas quanto econômicas. Em que as primeiras compreendem desde a necessidade de facilitar a resolução de conflitos entre Estados vizinhos, até aspirações de maior integração política. Segundo ele, as motivações econômicas e políticas estão interrelacionadas, sendo difícil analisá-las individualmente. Contudo, quando os países integrantes de uma região resolvem cooperar na esfera financeira, eles corroboram para preencher lacunas geradas por mercados incompletos, aumentos o financiamento externo e cobrem o déficit de financiamento externo para o desenvolvimento. Assim, harmonizando as políticas e as instituições do setor financeiro por meio da criação de instituições regionais e instauração de sistemas regionais de acompanhamento e vigilância para identificar a probabilidade de um país ter problemas financeiros, seria possível favorecer o desenvolvimento dos mercados regionais de capital, atrair mais investimentos estrangeiros diretos e até reduzir a ameaça de contágio regional.

## CONCLUSÃO

A partir da saída do Brasil do Convênio de Créditos e Pagamentos Recíprocos (CCR) em abril de 2019, viu-se a importância de investigar sob a perspectiva econômica o posicionamento e o desenvolvimento do debate no que tange à cooperação regional na América Latina nos últimos 60 anos, além da mudança de agenda do governo em que o país se encontra desde a eleição de 2018, com suas relações voltadas para alianças políticas estadunidenses e rompimentos com blocos no Cone Sul. A fim de analisar essas questões, fez-se uso de uma triangulação entre a revisão de literatura, dados quantitativos e análise crítica dos dados qualitativos para responder a pergunta do trabalho: será que há alguma relação entre a tomada de decisão por parte do Brasil em se aproximar ou se afastar dos demais países da América Latina através de mecanismos de cooperação regional e os períodos de crise ou bonança internacional?

Por meio de uma revisão da literatura, viu-se que as teorias de processos de integração, assim como as experiências no Cone Sul deram-se no período pós-Guerra. Para investigar o papel de mecanismos de cooperação monetária e financeira regional para países em desenvolvimento, que enfrentam um constrangimento externo em moeda forte maior do que os países avançados. Analisou-se ainda as teorias de cooperação, tanto em seu viés heterodoxo quanto ortodoxo e chegando à teoria das áreas monetárias ótimas, onde são estabelecidos os fatores que determinam uma região como TAMO. Assim como analisando porque os países cooperam, a hierarquização da moeda e os constrangimentos em moeda forte chegando e por fim aos custos de manter grandes volumes de moeda internacional.

Em função dos ciclos de liquidez, foram estudados, a partir do conceito de Biancarelli (2007), os possíveis determinantes dessas fases de expansão ou retração. Fazendo uso de movimentos de capitais privados (investimento estrangeiro direto e investimento de carteira), taxa de juros norte-americana e VIX. Através destes buscou-se analisar a evolução do sistema financeiro e monetário internacional e constatou-se que este é inerentemente hierárquico, sendo os países em desenvolvimento mais limitados para conduzir sua política econômica, bem como o fato de que períodos de retração de capitais internacionais associados a risco ou momentos de incerteza (crises), exacerbam o constrangimento externo estrutural enfrentado pelos países latino-americanos.

Fazendo uso de estudos de autores como Rajan (2006), foi embasada a utilização da taxa de juros estadunidense como determinante de liquidez internacional, uma vez que segundo o autor momentos prolongados em baixa poderiam engendrar uma maior tolerância ao risco e, uma vez que os mercados são integrados, a consequência desta política seriam os efeitos de *spillover* externos. Bem como Miranda-Agrippino e Rey (2018) apontam que as alterações percebidas de risco global estão ligadas diretamente ao nível de juros da política monetária dos EUA, que, ao gerar impactos sobre os custos de financiamento do dólar nos mercados internacionais, levam a ajustes de alavancagem de crédito, causando variações bruscas nos fluxos de capitais internacionais.

Na ausência de uma reforma substancial na arquitetura internacional, mecanismos de cooperação monetária e financeira entre países em desenvolvimento podem ser considerados como uma alternativa *second best* para lidar com as instabilidades do SMFI e promover o desenvolvimento econômico. Conforme a história mostra, em períodos de crise, houve momentos em que mesmo fazendo parte de blocos de cooperação internacional, os países optaram por políticas protecionistas regionais e bilateralismo com países mais desenvolvidos (como o caso da Argentina em 1999). As razões poderiam ser de orientação política, uma vez que casos como esse são exceção e não a regra. Por outro lado, durante os governos Lula e Dilma, houve algum aprofundamento da cooperação regional e alguma mudança na orientação do financiamento dos projetos do BNDES.

O Brasil apresenta grande acúmulo de reservas, o que possibilita alguma margem de manobra para proteger-se de ciclos e choques e poderia justificar que o país não se encontra em tamanho risco se comparado aos países da região. A cooperação monetária e financeira pode ser uma estratégia de desenvolvimento regional, fortalecendo países vizinhos enquanto bloco e aumentando seu poder de barganha em negociações com o resto do mundo, pois mesmo países mais desenvolvidos buscaram a cooperação e a integração como o caso da Europa.

Contudo, ao analisar os períodos de expansão e retração dos capitais internacionais, foi possível observar que as saídas escolhidas para mitigar o constrangimento externo estrutural enfrentado pelos países da América Latina foi na busca de financiamento em fundos regionais, pois como apontado acima, os custos exigidos pelo FMI em contrapartida ao crédito concedido, não são aplicáveis aos países

latino-americanos e os blocos regionais – via de regra – respeitam as assimetrias entre os países.

Além disso, a criação de bancos regionais e sub-regionais foram opções mais viáveis a partir do momento em que os países em desenvolvimento viram suas reservas cambiais crescerem rapidamente. O principal desafio para estes bancos é o de apoiar melhor uma estratégia que possibilite uma inserção que não seja limitada as exportações de *commodities*, mas buscar dinamismo, como produtos industriais ou o processamento dessas *commodities*.

Pode-se afirmar que ocorreram duas ondas de cooperação financeira e regional no caso da América do Sul: uma delas foi entre a década de 1960 e 1970 (CCR, CAF, Fonplata e FLAR), em que as motivações de fato parecem ser ligadas a uma busca de formas de mitigar o estrangulamento externo que era consequência da dificuldade dos países em desenvolvimento para gerar divisas, seja por superávit na conta financeira ou superávit na conta corrente; a segunda seria no período dos 2000, após o *boom* das *commodities* em que os países conseguiram acumular grandes montantes de reserva internacional e ainda assim se mobilizavam no sentido de criar bancos regionais, fundos de financiamento e sistemas que facilitem compensações de pagamentos – Banco do Sul, Focem e SML, respectivamente.

A conclusão a que se chega, portanto, seria que a função desses arranjos é minimizar os problemas dos movimentos cíclicos de capitais internacionais que penalizam os países em desenvolvimento. Dito de outra forma, encontrou-se uma relação pelo menos indireta, nos dias atuais, entre os movimentos cíclicos de capitais internacionais e o desenho dos mecanismos de cooperação monetária e financeira internacional, a qual consistiria em uma tentativa de melhorar as condições de financiamento e reduzir a vulnerabilidade externa dos países membro. Por outro lado, existe um forte componente político nessas estruturas que podem auxiliar na explicação dessas ondas de criação de mecanismos. Na segunda onda (que teve início nos anos 2000), foi possível estabelecer uma relação entre a redução do constrangimento externo (aumento da liquidez internacional) e a criação de arranjos de cooperação monetária e financeira regional, com pano de fundo de uma série de governos de esquerda nos principais países da região que acabou por facilitar o alinhamento em termos políticos, o que é o contrário do que se observa na primeira onda (entre a década de 1960 e 1970).

O caso da saída brasileira do CCR, explorado neste trabalho, que teve apresentação de argumentos técnicos como motivação para tal, ocorreu em um contexto onde assume um governo que pratica alinhamento automático com os EUA e claramente não simpatiza com a questão regional. Tendo o aspecto político, portanto, uma forte influência na posição do Brasil no que tange sua decisão em relação a cooperação financeira e monetária regional.

Ainda que o Brasil não apresente dependência – ou necessidade – de compor mecanismos de cooperação financeira e monetária regional como durante a primeira onda, conforme apontado por Ocampo (2006), os mecanismos regionais poderiam reduzir assimetrias do SMFI por meio do financiamento de longo de prazo – que os países em desenvolvimento têm uma carência significativa. Com destaque para as necessidades de projetos de infraestrutura, os quais tem uma relação direta com desenvolvimento. Esta relação estaria no fato do desenvolvimento dos países passar pelo acesso a fontes acessíveis de crédito de longo prazo, cuja oferta no sistema multilateral (Banco Mundial, BIS, etc.) é insuficiente.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, P. R. D. O Brasil e as crises financeiras internacionais, 1929-2001. In: ALMEIDA, P. R. D. **Os primeiros anos do século XXI: o Brasil e as relações internacionais contemporâneas**. São Paulo: Editora Paz e Terra, 2002. p. 189-232.

ALMEIDA, P. R. D. O Brasil e o FMI: 70 anos desde o fim de história. **Revista Direito GV**, São Paulo, p. 485, 2015.

ALVES, E. E. C.; BIANCARELI, A. M. Cooperação financeira e distintos projetos regionais: o caso do Banco do Sul. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 25, n. 3, p. 717-736, setembro 2015.

AMADO, A. M.; MOLLO, M. D. L. R. Ortodoxia e heterodoxia na discussão sobre integração regional: a origem do pensamento da CEPAL e seus desenvolvimentos posteriores. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 34, n. 1, p. 129-156, 2004.

ATA FUNDACIONAL. Acta Fundacional del Banco del Sur. **Integración Sur. Centro Latino Americano de Ecología Social**, 2007. Disponível em: <<http://www.integracionsur.com/sudamerica/ActaFundacionBancoSur2007>>. Acesso em: 31 outubro 2020.

BAUMANN, R. **O Mercosul aos vinte anos: uma avaliação econômica**. IPEA. Rio de Janeiro. 2011.

BCB, B. C. D. B. Sistema de Pagamentos em Moeda Local. **Banco Central do Brasil**, 2018. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Frex%2Fsm%2FUYU\\_estatisticas.asp](https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Frex%2Fsm%2FUYU_estatisticas.asp)>. Acesso em: 30 outubro 2020.

BELLUZZO, G. D. M. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos e a emergência dos "globalizados". **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 4, n. 1, p. 15 e 16, 1995.

BERGSMAN, J. Brazil: industrialization and trade policies. In: VERSIANI, F. R.; BARROS, J. R. M. D. **Formação econômica do Brasil: a experiência da industrialização**. São Paulo: Saraiva, 1970. p. 391-410.

BERRIEL, T. C. **Circular nº 3.238**. Ata BCB 3.238. Brasília: [s.n.]. 2019. p. 17-24.

BIANCARELI, A. M. **Integração, Ciclos e Finanças Domésticas: o Brasil na Globalização Financeira**. Unicamp. Campinas, p. 153-230. 2007.

BIANCARELI, A. M. **O Brasil e a Integração na América do Sul: Iniciativas para o Financiamento Externo de Curto Prazo**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. [S.l.], p. 27. 2011.

BICHARA, J. D. S.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. Integración monetaria y financiera en América del Sur y en Asia. **Latin American Research Review**, v. 43, p. 84-112, 2008.

BICHARA, J. D. S.; CUNHA, A. M.; SARRIERA, J. M. **Moeda Única no Mercosul: Uma Análise da Simetria a Choques para o Período 1995-2007**. ANPEC: Associação Nacional dos Centros de Pós Graduação em Economia. [S.l.], p. 465-491. 2010.

BIDERMAN, C. **Conversas com Economistas Brasileiros**. São Paulo: Editora 34, 1996. 31-59 p.

BLACK, S. W. **A levite among the priests: Edward M. Bernstein and the origins of the Bretton Woods system**. Boulder. 1991.

BLUSTEIN, P. **The chastening: inside the crisis that rocked the global financial system and humbled the IMF**. New York. 2001.

BORÇA JUNIOR, G. T.; TORRES FILHO, E. T. Analisando a Crise do Analisando a Crise do Subprime. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez 2008.

BOUGHTON, J. **Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System.** Washington. 2002.

CAF, D. B. O. L. A. **Financial Statements.** [S.l.]. 2019.

CARNEIRO, R. **A Globalização Financeira: origem, dinâmica e perspectivas.** Instituto de Economia - Unicamp. Campinas. 1999.

CARNEIRO, R. **Navegando a contravento: uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do Governo Dilma Rousseff.** Instituto de Economia da Unicamp. Campinas. 2017.

CARNEIRO, R. D. M. **Crise, estagnação e hiperinflação: a economia brasileira nos anos 80.** Campinas, p. 251. 1991.

CARNEIRO, R. D. M. **Commodities, choques externos e crescimento: reflexões sobre a América Latina.** CEPAL. Santiago, p. 21-18. 2012.

CONNELL, C. M. **Reforming the world monetary system: Fritz Machlup and the Bellagio group.** London. 2013.

CORDEN, W. M. Monetary Integration. **Essays in International Finance**, Princeton, 1973.

CORSI, F. L.; SANTOS, A. D.; CAMARGO, J. M. América Latina: ciclo de commodities e crise do capitalismo global. **Austral: Revista Brasileira de Estratégia e Relações Internacionais**, v. 8, n. 15, p. 168-194, Junho 2019.

COUTINHO, L. G.; BELLUZZO, L. G. Financeirização da Riqueza, Inflação de Ativos e Decisões de Gasto em Economias Abertas. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, 1998.

COUTINHO, L. G.; REICHSTUL, H. P. Investimento estatal 1974/1980: ciclo e crise. In: BELLUZZO, L. G. D. M.; COUTINHO, R. **Desenvolvimento Capitalista no Brasil.** 4. ed. Campinas: Unicamp, 1998. p. 49.



CRUZ, P. R. D. C. **Dívida externa e política econômica e padrões de financiamento: a experiência brasileira nos anos setenta**. São Paulo, p. 249. 1984.

CULPEPER, R. Reforma de la arquitectura financiera mundial: el potencial de las instituciones regionales. In: OCAMPO, J. A. **Cooperación financiera regional**. [S.l.]: CEPAL, 2006. Cap. II, p. 57-90.

CUNHA, A. M. et al. A Integração Monetária e Financeira Como Alternativa para a Redução da Vulnerabilidade Externa das Economias Periféricas. **Boletim de Conjuntura UFPR**, 2008.

DATHEIN, R. Integração Econômica na América Latina: second best ou estratégia de desenvolvimento? In: \_\_\_\_\_ **XII Encontro Nacional de Economia Política**. São Paulo: Anais do XII Encontro Nacional de Economia Política, 2007. p. 126-130.

DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 23, n. 2, p. 341-372, agosto 2014.

DUFEY, G.; GIDDY, I. **The International Money Market**. [S.l.]: Prentice Hall International, 1994.

EDWARDS, S. Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economic. **Cambridge University Press**, Cambridge, 1995.

EICHENGREEN, B. **Globalizing capital — a history of the international monetary system**. [S.l.]. 2008.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. **Introduction: debt denomination and financial instability in emerging market economies**. Chicago: University of Chicago Press, 2005.

FARIA, L. A. E. **A chave do tamanho: desenvolvimento econômico e perspectivas do Mercosul**. Fundação de Economia e Estatística. Porto Alegre. 2004.

FERNANDEZ-ARIAS, E.; LEVY-YEYATI, E. L. Global Financial Safety Nets: Where do We go from Here? **IDB Working Paper Series**, 2010.

FERRARI FILHO, F.; DE PAULA, L. F. Será consistente a proposta de criação de uma União Monetária no Mercosul? **Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 2, p. 174-182, 2002.

FILARDO, A.; GENBERG, H.; HOFMANN, B. Monetary analysis and the global financial cycle: an Asian central bank perspective. **Journal of Asian Economics**, 46, 2016. 1-16.

FOCEM, O. F. P. A. C. E. D. M. **O Fundo para a Convêngencia Estrutural do Mercosul: 2005 - 2015**. Focem. [S.l.], p. 4. 2016.

FONPLATA, F. F. D. D. D. B. D. R. D. P. Demonstrações Financeiras: Investidores. **Fonplata**, 2019. Disponível em: <<https://www.fonplata.org/pt/investidores>>. Acesso em: 30 outubro 2020.

FRENKEL, R. **Shock externo y desequilibrio fiscal: la macroeconomia de America Latina en los ochenta**. Buenos Aires. 1991.

FRENKEL, R.; RAPETTI, M. **A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done**. Cambridge Journal of Economics. Cambridge, p. 685-702. 2009.

FURTADO, C. M. **Brasil, a construção interrompida**. São Paulo: São Paulo: Paz e Terra, 1992. pág. 39 p.

FURTADO, F. Integração financeira da América do Sul. Bando do Sul: mais do mesmo ou oportunidade histórica? **Revista de Economia Heterodoxa**, Rio de Janeiro, v. 9, n. VII, p. 173-190, 2008.

GHOSH, A. R.; OSTRY, J. D. Choosing an exchange rate regime. **Finance and development**, v. 46, n. 4, p. 38-40, 2009.

GRUBEL, H. G. **The Theory of Optimum Currency Areas**. [S.l.], p. 318-324. 1970.

HAZLITT, H. **From BrettonWoods to world inflation: a study of causes and consequences**. Chicago. 1984.

HE, D.; MCCAULEY, R. N. Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues. **BIS Working Paper**, 2010.

HELLEINER, E. **States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

HERR, H. **Theories of financial globalization**. Berlin School of Economics. [S.l.]. 2006.

HORVATH, J. **Optimum Currency Area Theory: A Selective Review**. Central European University - Department of Economics. Budapest. 2003.

HORVATH, R.; KOMAREK, L. Optimum currency area indices: evidence from the 1990s. **Warwick Economic Research Papers**, Coventry, jan. 2003.

HUDDLE, D. L. Balanço de pagamentos e controle de câmbio no Brasil, diretrizes políticas e história, 1946- 1954. In: VERSIANI, F. R.; BARROS, J. R. M. D. **Formação Econômica do Brasil: a experiência da industrialização**. São Paulo: Saraiva, 1977. p. 357-389.

IMF, I. M. F. **World Economic Outlook**. Washington. 2001.

KENEN, P. B. Theory of Optimum Currency Areas: an eclectic view. In: Mundell, R. A., Swoboda, A. K. **Monetary Problems of the International Economy**, Chicago, EUA, 1969.

KIM, S.; KIM, S. H.; WANG, Y. Financial integration and consumption risk sharing in East Asia. **Japan and the world economy**, v. 18, p. 143-157, 2003.

KOUPARITSAS, M. A. Is the United States an optimum currency area? An empirical analysis of regional business cycles. **Federal Reserve Bank of Chicago**, Chicago, 2001.

KRAUZE, L. B. **Sequel to BrettonWoods:a proposal to reform de world monetary system**. Washington. 1971.

LEOS, M.; REUSCHE, J. **Fondo Latinoamericano de Reservas (Flar): rating and rationale outlook**. Moody's Global Sovereign. New York. 2009.

LEVY, P. M. Economia Mundial. **Carta de Conjuntura**, v. 43, 2019.

LEVY, P. M. Economia Mundial. **Carta de Conjuntura**, v. 47, 2020.

MARGARIDO, M. Banco del Sur: Acción antiimperialista o eu beneficio del Capital? **El Diario Internacional.com**, 2008.

MCKINNON, R. Optimum currency areas and the European experience. **Economics of Transition and Institutional Change**, v. 10, p. 343-364, July 2002.

MCKINNON, R. I. Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**, 53, 1963. 717-727.

MIKESELL, R. F. **Revisiting Bretton Woods**. 24. ed. Washington: The Jeremy Levy Economics Institute, 1996.

MIRANDA-AGRIPPINO, S.; REY, H. US monetary policy and the global financial cycle. **NBER working paper**, 21722, 2018.

MOLLO, M. D. L. R.; AMADO, A. M. Globalização e Blocos Regionais: Considerações Teóricas e Conclusões de Política Econômica. **Estudos Economicos**, p. 126-166, 2001.

MORAIS, B.; PEYDRÓ, J.-L.; ORTEGA, C. R. **The international bank lending channel of monetary policy rates and QE: credit supply, reach-for-yield, and real effects**. [S.l.]. 2015.

MUNDELL, R. A. A Theory of Optimum Currency Areas. **The American Economic Review**, 51, 1961. 657-665.

NONNENBERG, M. J. B. Setor Externo. **Carta de Conjuntura**, v. 40, 2018.

OCAMPO, J. A. Cooperación financiera regional. **Comisión Económica para América Latina y Caribe (CEPAL)**, 2006.

OCAMPO, J. A. La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. **Revista de la Cepal**, p. 7-29, 2007.

OCAMPO, J. A.; TITELMAN, D. Subregional financial cooperation: the South American experience. **Journal of Post Keynesian Economics**, 32, n. 2, 2010. 249-268.

OLIVEIRA, G. **Brasil-FMI: frustrações e perspectivas**. Bienal. São Paulo, p. 78. 1993.

PINTO, L. F. S.; SEVERO, L. W. O Sistema de Pagamentos em Moeda Local e suas Potencialidades. **Boletim de Economia e Política Internacional**, Brasília, 2011. 81-85.

PORTELLA FILHO, P. **A Moratória Soberana**. São Paulo: Editora Alfa-Omega, 1988.

PRATES, D. M. **Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa**. IE Unicamp. Campinas. 2002.

RAJAN, R. G. Has finance made the world riskier? **European Financial Management**, 12, 2006. 499-533.

RESENDE, M. F. D. C.; AMADO, A. M. Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina. **Anais do X Encontro Nacional de Economia Política**, 2005.

RICCI, L. A. **A Model of an Optimum Currency Area**. Washington. DC. 1997.

ROSAS, R. Representantes de governos sul-americanos firmam consenso para criação do Banco do Sul. **Valor Econômico**, 2007.

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

SÁEZ, S. La integración en busca de un modelo: los problemas de convergencia en America Latina y Caribe. **División de Comercio Intercional e Integración/CEPAL**, p. 49, 2008.

- SCHENK, C. **The Origins of the Eurodollar Market in London: 1955-1963.** [S.l.]. 1998.
- SKIDELSKY, R. **John Maynard Keynes: fighting for Britain, 1937-1946.** London: MacMillan, 2000.
- SOLOMON, R. **Money on the Move: the revolution in international finance since 1980.** Princeton: Princeton University Press, 1999.
- STRANGE, S. **Mad Money: when markets outgrow governments.** **The University of Michigan Press**, 1998.
- STRAUTMAN, G. Banco do Sul avança em seu processo constitutivo. **Revista Pontes Quinzenal**, v. 2, n. 14, 2007.
- STRAUTMAN, G.; SOARES, D. **O Banco do Sul desde a perspectiva brasileira.** Simpósio Internacional sobre a Dívida Pública Construindo uma Nova Arquitetura Financeira. Caracas: [s.n.]. 2007.
- TAVARES, M. C. **Las políticas de ajuste de Brasil: los limites de la resistencia.** Washington, DC, p. 24. 1993.
- TREIN, F. Mercosul: uma breve análise de suas origens à crise atual. **Civitas: Revista de Ciências Sociais**, v. 1, n. 1, p. 11-26, 2007.
- UNCTAD. **Trade and Development Report.** United Nations Conference on Trade and Development Raport. Geneve. 2007.
- WERNECK, R. L. F. **Empresas estatais e política macroeconômica.** Rio de Janeiro, p. 124. 1987.