

# INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NA AMÉRICA LATINA ENTRE 2000 E 2014: AVANÇOS, LIMITES E CAMINHOS À FRENTE

Norberto Montani Martins<sup>1</sup>

O artigo pretende atualizar a análise sobre o processo de integração financeira na América Latina, cobrindo o período entre 2000 e 2014, e ampliar o escopo analítico de trabalhos anteriores dedicados ao tema por meio da incorporação de elementos institucionais e políticos. Busca-se fornecer uma visão ampla, congregando fatores econômicos, institucionais e políticos, para avaliar a evolução da integração e seus limites face às idiossincrasias regionais. Conclui-se que o processo de integração financeira latino-americana avançou de forma lenta, mas não desprezível, no período analisado. Argumenta-se, porém, que o desenrolar do processo de integração manteve, ou mesmo criou, importantes barreiras à sua expansão, devido à manutenção das assimetrias regionais em áreas-chave, como tamanho dos mercados, regulação e infraestrutura. Defende-se também que o aparente alinhamento político dos países não foi suficiente para estimular a criação de um projeto comum de integração financeira, dando origem a iniciativas fragmentadas que enfraquecem o avanço desse processo.

**Palavras-chave:** América Latina; integração financeira; desenvolvimento financeiro; regulação financeira; infraestrutura de mercado.

## FINANCIAL INTEGRATION IN LATIN AMERICA BETWEEN 2000 AND 2014: PROGRESS, LIMITS AND THE ROAD AHEAD

This paper aims at updating the analysis of financial integration in Latin America, covering the period from 2000 to 2014, and expanding the scope of former works on the theme by including political and institutional elements to the analysis. It provides a comprehensive view on financial integration, bringing together economic, institutional and political factors in order to assess the evolution of integration and its limits in the context of regional particularities. The main conclusion is that financial integration in Latin America progressed in non-negligible way in the period 2000-2014, but in a slow pace. Nevertheless, the development of this process did not removed relevant barriers to its expansion – and created others – due to the maintenance of regional asymmetries in key areas, such as market size, regulation and financial market infrastructure. In addition, the paper stresses that the apparent political alignment among Latin American countries in our period of analysis was not sufficient to stimulate the adoption of a common project for financial integration, rather registering fragmented initiatives that undermines the development of this process.

**Keywords:** Latin America; financial integration; financial development; financial regulation; financial market infrastructure.

---

1. Pesquisador visitante da Escola de Negócios da Universidade de Leeds (Lubs); e bolsista da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes). *E-mail:* <norberto.montani@gmail.com>.

## INTEGRAÇÃO FINANCEIRA EM AMÉRICA LATINA ENTRE 2000 Y 2014: AVANCES, LÍMITES Y CAMINOS FUTUROS

El artículo objetiva actualizar el análisis sobre el proceso de integración financiera en América Latina, entre 2000 y 2014, y ampliar el alcance analítico de artículos anteriores dedicados al tema a través de la incorporación de elementos institucionales y políticos. Se busca proporcionar una visión amplia sobre el tema, reuniendo factores económicos, institucionales e políticos, con la intención de evaluar la evolución de la integración y sus límites frente a las idiosincrasias regionales. Se concluye que el proceso de integración financiera latinoamericana avanzó de forma lenta, pero importante, en el período de análisis. Sin embargo, se argumenta que la evolución del proceso de integración mantuvo, o incluso creó, barreras substanciales a su expansión, debido al mantenimiento de las asimetrías regionales en áreas clave como el tamaño de los mercados, la regulación y la infraestructura de mercado. Se defiende también que la aparente alineación política de los países latinoamericanos no fue suficiente para estimular la creación de un proyecto común de integración financiera, dando lugar a iniciativas fragmentadas que debilitarán el avance de este proceso.

**Palabras clave:** América Latina; integración financiera; desarrollo financiero; regulación financiera; infraestructura de mercado.

JEL: F36; G10; G28; O16.

### 1 INTRODUÇÃO

A temática da integração das economias latino-americanas remonta à época da publicação dos primeiros trabalhos da Comissão Econômica para América Latina e o Caribe (Cepal), no final da década de 1940.<sup>2</sup> Como destacou Bielschowsky (2000, p. 19), os anos 1950 e 1960, marcados pelas discussões focadas, respectivamente, na industrialização e nas reformas para apoiar a industrialização, foram períodos nos quais a integração regional esteve presente no programa de pesquisa cepalino. Contudo, a discussão sobre integração daquela época pautou-se na via da integração comercial (Cepal, 1959), uma vez que a preocupação analítica era a diversificação da pauta exportadora como forma de apoio à industrialização via substituição de importações (Bielschowsky, 2000, p. 30).<sup>3</sup>

A integração financeira regional, nesse contexto, não era um objeto específico de preocupação. Por um lado, isso se deve ao fato de que a própria expressão integração financeira não tinha significado claro à época, muito embora o estreitamento dos laços financeiros entre os países já começasse a se manifestar. Por outro lado, o ponto crítico das discussões, que perdurou até a década de 1980, centrava nas formas de viabilizar o financiamento da industrialização.<sup>4</sup>

2. A Cepal foi criada em 1948, o que significou um reconhecimento institucional para a região. Em 1984, a instituição passou a agregar o Caribe em escopo e em seu nome.

3. O estímulo ao comércio intrarregional era entendido como possível rota estratégica para a diversificação das exportações dos países latino-americanos. Permitiria ampliar o tamanho do mercado para os produtos dos setores industriais mais exigentes em escala e, assim, contribuiria para o aprofundamento do processo de substituição de importações (Bielschowsky, 2000, p. 30).

4. Ainda que na década de 1970 diferentes estilos de desenvolvimento fossem tidos como possíveis, o financiamento sustentado do investimento e da industrialização se manteve como preocupação do ponto de vista analítico.

Desse ponto de vista, os países latino-americanos compartilhavam da escassez de capitais (Prebisch, 2000, p. 92-108), e a integração financeira regional pouco tinha a oferecer como resposta ao desafio do financiamento.<sup>5</sup>

A partir dos anos 1980, com o aprofundamento do processo de globalização financeira, intrinsecamente ligado à liberalização dos mercados financeiro e de capitais, e com a realização de experiências reais de integração financeira no sentido de um mercado único ou comum de serviços – especialmente, o caso da União Europeia –, os holofotes se voltaram à integração como um tema a ser analisado com mais detalhe. Na prática, a integração financeira regional surge como uma temática relevante especialmente a partir dos anos 1990.

O estreitamento dos laços entre os sistemas financeiros de diferentes países, num processo assimétrico e hierarquizado, foi relevante para determinar as rotas de expansão das economias ao longo das últimas duas décadas. A globalização das finanças renovou o ímpeto competitivo de diferentes espaços geográficos pelo controle da riqueza global, por sua alocação e pelas oportunidades de negócios, por meio da prestação de serviços financeiros. Assim, tornou a esfera financeira – ainda mais – central na determinação da dinâmica do desenvolvimento das nações.

Além disso, o aparente sucesso da integração europeia em diversas frentes, inclusive a financeira, criou um paradigma de análise relevante para a definição de estratégias regionais de desenvolvimento. A palavra aparente tem função importante: a crise financeira internacional de 2008-2009 e seus desdobramentos trouxeram à tona diversas contradições e vulnerabilidades do projeto europeu, em especial, da zona monetária unificada pelo euro. De qualquer forma, muito se produziu sobre o tema, buscando consolidar a experiência europeia como uma possível rota a ser seguida (Belfrage, 2013).

Na América Latina, iniciativas com vistas à integração financeira regional foram levadas a cabo em algumas oportunidades desde a década de 1990, renovando o interesse pelo tema.<sup>6</sup> Por exemplo, no âmbito governamental, a assinatura do

---

5. Segundo Mollo e Amado (2004, p. 145), a análise dos documentos da Cepal revela que “a proposta de integração econômica da América Latina (...) deveria respeitar diferenças estruturais, buscando acelerar o desenvolvimento da região com a ampliação da dimensão do mercado, com o estímulo à industrialização e a redução da vulnerabilidade externa”. Contudo, os autores argumentam que “a circulação livre de bens, serviços, homens e capital é pouco problematizada” (*op. cit.* p. 143), incluindo aí os serviços financeiros, o que relacionam a uma “análise monetária heterodoxa deficiente” (*idem, ibidem*).

6. A partir desse período, a temática também passa a ser contemplada nos trabalhos da Cepal, sob o enfoque denominado neoestruturalista. Na década de 1990, a discussão sobre regionalismo aberto, ainda que possa ser considerada uma ruptura com o pensamento cepalino progressivo (Corazza, 2006), trouxe à mesa os aspectos financeiros da integração (Cepal, 1994). A temática reaparece na discussão sobre as políticas para melhorar a inserção latino-americana na economia mundial (Cepal, 1995). Ainda, a junção entre o paradigma de transformação produtiva com equidade e o conceito de agenda para a era da globalização abre espaço para situar a questão da integração regional a partir das transformações geradas pela abertura comercial e financeira na região (Bielchowsky, 2009).

Protocolo de Montevideu, do Mercado Comum do Sul (Mercosul), em 1997, estabeleceu um plano de ação para a integração dos serviços financeiros nessa sub-região. Mais recentemente, no âmbito privado, o lançamento do Mercado Integrado Latino-Americano (Mila), em 2011, trouxe para a mesa a integração dos mercados de ações andinos e, posteriormente, em 2014, o mercado mexicano.

Desde então, diversos trabalhos vêm se ocupando com a análise e a documentação dos indicadores tradicionais de integração financeira na América Latina. Torre, Ize e Schumkler (2012, p. 58-59) destacam a crescente integração das economias da região à economia mundial e entre elas próprias, apontando para a expansão dos fluxos de investimentos financeiros intrarregionais. Didier, Moretti e Schumkler (2015) reiteram esta perspectiva, ilustrando que a ampliação da integração financeira latino-americana ocorre principalmente pelos fluxos de investimentos em portfólio, empréstimos bancários e fusões e aquisições. Entretanto, apresentam visão essencialmente economicista sobre a questão.

Este artigo busca atualizar a análise acerca do processo de integração financeira na América Latina, cobrindo o período entre 2000 e 2014, e ampliar o escopo analítico dos trabalhos anteriores por meio da incorporação de elementos institucionais e políticos. Nesse sentido, procura-se fornecer uma visão mais ampla, congregando fatores econômicos, institucionais e políticos para avaliar não só a evolução da integração em si mas também os limites desse processo face às idiosincrasias regionais.

Com esse propósito, avalia-se um grupo de seis fatores associados à integração financeira: *i)* os fatores macroeconômicos; *ii)* a orientação dos mercados; *iii)* o desenvolvimento dos diferentes mercados; *iv)* a infraestrutura de mercado; *v)* a resiliência e a regulação financeira; e *vi)* o alinhamento político. A partir desse arcabouço analítico, evidencia-se como a integração financeira latino-americana evoluiu nos anos 2000 e, principalmente, demarca-se os limites desse processo de integração. Por fim, avalia-se os possíveis caminhos à frente para a sequência ou estancamento do processo de integração financeira da América Latina.

## 2 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA: ASPECTOS CONCEITUAIS

### 2.1 Um mesmo termo, diferentes significados

O conceito, ou a definição, de integração financeira não é alvo de consenso na literatura acadêmica. Não há uma definição universal aceita pelos acadêmicos, e, na prática, diferentes autores empregam a expressão integração financeira para se referir a diferentes processos. Dessa forma, é difícil agregar abordagens e análises sobre o tema, pois cada autor parece contar com um arcabouço teórico próprio, e esses arcabouços não necessariamente conversam entre si. Aqui,

serão brevemente sistematizadas as abordagens consideradas mais relevantes na literatura sobre o tema.

Alguns autores entendem a integração financeira como um sinônimo da conexão entre os mercados financeiros de diferentes jurisdições. Entretanto, usualmente, fazem referência a alguma característica específica dessa conexão: a expansão dos fluxos de capitais estrangeiros, a ampliação dos investimentos estrangeiros em ativos domésticos etc. (Lane e Milesi-Ferretti, 2003; Kose, Prasad e Terrones, 2003; Kose, Prasad e Taylor, 2009; Torre, Ize e Schmukler, 2012; Kaltenbrunner e Paineira, 2014; Levy-Yeyati e Williams, 2014; Didier, Moretti e Schmukler, 2015).

Outros autores associam diretamente o processo de integração financeira à liberalização ou abertura financeira (Abiad e Mody, 2005; Mody e Murshid, 2005; Chinn e Ito, 2008; Quinn, Schindler e Toyoda, 2011). A relação é que quanto mais abertos os mercados financeiro e de capitais dos países, mais integrados ao sistema financeiro global eles estão. As pesquisas do Fundo Monetário Internacional (FMI) trazem bastante material sobre o tema a partir dessa perspectiva, o que orientou o avanço das políticas de liberalização capitaneadas pela instituição nas décadas passadas.

Um último grupo de autores se refere à integração financeira como um movimento dos mercados nacionais na direção de sua unificação, isto é, na formação de um mercado único (Baele *et al.*, 2004; Belfrage, 2013). Alguns desses autores focam na temática da lei do preço único (Ayuso e Blanco, 1999; Adjaouté e Danthine, 2003; Baele *et al.*, 2004, p. 12-18).<sup>7</sup> Tipicamente, a União Europeia é alvo da análise desses autores.

Para este artigo, as contribuições mencionadas são levadas em consideração, porém, é sugerido um significado mais genérico para a expressão: a integração financeira é entendida como o processo de estreitamento dos laços entre os mercados, os investidores e as instituições financeiros de uma ou mais jurisdições distintas.

Esse conceito de integração financeira pode ser entendido a partir de duas diferentes dimensões: a expansão dos negócios financeiros transfronteiriços entre os países e a integração na direção de um mercado único. As diferenças nessas duas dimensões repousam sobre os tipos de conexões estabelecidas entre instituições, mercados e investidores dos diferentes países e o desenvolvimento institucional associado ao processo de integração.

---

7. Em termos simples: se um mercado é perfeitamente integrado, ele é único; portanto, para um mesmo ativo, um único preço deve vigorar. Esses autores avaliam a convergência de preços como indicador de integração.

A primeira dimensão abarca o processo de ampliação dos negócios financeiros transfronteiriços. Nesse caso, uma maior integração significa maiores níveis de transações financeiras entre países distintos. Isso inclui a expansão dos fluxos de entrada e saída de capitais nos mercados, uma maior participação de contrapartes estrangeiras operando nos mercados domésticos, uma maior parcela dos ativos domésticos nas mãos de investidores estrangeiros – e vice-versa –, e uma maior internacionalização, no sentido de presença em países terceiros, com oferta de serviços, ativos etc., das instituições financeiras e infraestruturas de mercados domésticas – e vice-versa, novamente.

A segunda dimensão refere-se ao processo de estruturação e consolidação de um mercado financeiro único. Nesse caso, uma maior integração financeira significa uma maior harmonização das regulações, implica a criação de instituições supranacionais (por exemplo, incumbidas da supervisão ou do cumprimento das regras) e pode acarretar maior unificação da infraestrutura de mercado. A ampliação dos negócios transfronteiriços reside, naturalmente, no núcleo do processo de unificação dos mercados. Assim, essa segunda dimensão abarca a primeira, porém, vai além. As fronteiras perdem seus sentidos num contexto de mercado único, à medida que os mercados nacionais se tornam progressivamente um mercado regional unificado, como ilustrado, imperfeitamente,<sup>8</sup> pela experiência da União Europeia (Banco Central Europeu, 2014; Comissão Europeia, 2014a; 2014b; 2015).

De uma perspectiva regional, testemunhou-se um processo de expansão dos negócios sem que houvesse um subseqüente desenvolvimento institucional e a unificação da regulação e supervisão e das infraestruturas de mercado. Contudo, diversos custos – de transação, operacionais etc. – podem emergir nessa forma de integração, pois os mercados de cada país continuam apartados. Se o retorno dos negócios compensar esses custos, a integração pode até se ampliar, mas, do contrário, não há nenhuma razão econômica para seguir em frente.

Quando a alternativa é o caminho da unificação dos mercados, a exemplo da Europa, esses custos transacionais tendem a se reduzir substancialmente. Contudo, esse processo depende não somente de decisões econômicas, mas também, e principalmente, da vontade política dos governantes. A decisão de integrar, nesse caso, corresponde a abrir mão da soberania plena dos países em algumas questões em prol do benefício regional. O “custo” político, por assim dizer, é alto e depende de decisões que fogem à lógica econômica (Cervo e Rapoport, 2015).

---

8. Isto não significa, contudo, que a integração é perfeita, conforme os teóricos da lei do preço único buscam estabelecer. Rejeita-se esta abordagem: a segunda dimensão sob a qual se pode enxergar um processo de integração financeira diz respeito à progressiva caminhada no sentido de um corpo único de regras, participantes e operações, mas não significa harmonização ou unificação absoluta.

## 2.2 Um arcabouço para analisar a evolução da integração financeira

Tendo em vista a segmentação analítica proposta na subseção anterior, podemos estabelecer, de largada, que a integração financeira deve ser entendida não somente com base em seus aspectos econômicos mas também deve abarcar os elementos institucionais e políticos que lhe são caros. Contudo, isso não significa que a questão econômica não possui centralidade. Com efeito, os fatores macroeconômicos são extremamente relevantes para condicionar ou determinar as vias possíveis de integração. Em última instância, eles condicionam os possíveis ganhos dos agentes envolvidos no processo de integração e, em parte, as condições de estabilidade financeira, intimamente relacionadas com o comportamento dos fluxos de capitais. Como condicionantes desses fluxos de capitais, duas variáveis são de particular interesse: as taxas de câmbio e de juros (ou o complexo de taxas de juros).

A estabilidade da taxa de câmbio entre as moedas de dois ou mais países envolvidos no processo de integração é crucial para o comportamento dos fluxos de capitais. A volatilidade cambial abre espaço para comportamentos especulativos e pode, em último caso, inibir esses fluxos. Movimentos unidirecionais também podem gerar desequilíbrios – e, portanto, vulnerabilidades – relevantes: uma apreciação contínua do câmbio entre as moedas dos países que são provedor e recipiente dos capitais estimula os fluxos originados no primeiro em direção ao segundo; contrariamente, uma desvalorização contínua desestimula os fluxos nessa mesma direção, podendo até revertê-los.

As taxas de juros, por sua vez, são fundamentais para determinar o custo do endividamento dos agentes – e, assim, a moeda na qual se financiam – e a referência geral para a liquidez das economias e os preços dos ativos. Taxas de juros elevadas e voláteis inibem a emissão de dívidas e a tomada de empréstimos, limitando, portanto, a liquidez das economias. Por um lado, isso pode fechar as portas para uma maior integração. Por outro, pode gerar incentivos para buscar recursos em outras moedas, que ofereçam custos menores. Esse mercado em potencial, contudo, depende do grau de desenvolvimento do mercado de dívida nos países – que, como será visto mais adiante, é baixo nos países latino-americanos.

Quando se analisa unicamente os aspectos econômicos associados à integração financeira, contudo, outros elementos importantes são deixados de lado. Incorporar os fatores institucionais, e eventualmente políticos, torna-se relevante para entender efetivamente os caminhos da integração financeira, analisar corretamente sua trajetória e determinar seus possíveis cursos futuros. Nesse sentido, em adição às condições macroeconômicas, cinco fatores são inseridos na análise: a orientação dos mercados; o grau de desenvolvimento dos

diferentes segmentos de mercado; a infraestrutura de mercado; a resiliência e rigidez regulatória; e o alinhamento político.

A orientação de mercado assume um significado particular nesse arcabouço. Diz respeito aos investidores que lideram ou determinam o comportamento dos mercados nacionais, em especial, se domésticos ou estrangeiros. Instituições financeiras, fundos de investimento, fundos de pensão etc., todos desempenham um papel relevante na determinação das trajetórias dos mercados. Contudo, no espaço nacional, o comportamento desses agentes responde às mesmas variáveis e às convenções formadas localmente. Isso difere quando investidores locais e estrangeiros são confrontados.

Mercados liderados por investidores estrangeiros possuem características e dinâmicas particulares. Em especial, compartilham o fato de que não são só as condições internas que influenciam seu comportamento, mas também fatores de ordem externa, em especial, relativos a seu país de origem. Com a onda de liberalização financeira, após a década de 1980, muitos países menores se plugaram aos principais centros financeiros globais – Nova Iorque, Londres etc. –, assumindo uma orientação “para fora” de seus mercados financeiro e de capitais. Também integra esse processo uma “terceira” onda de internacionalização bancária, que trouxe para países menos desenvolvidos a presença dos bancos globais sediados nos grandes centros (Paula, 2002).

A questão do grau de desenvolvimento dos diferentes mercados diz respeito a variáveis como tamanho, volume de negócios, acesso e variedade dos ativos e operações de cada segmento (ações, dívida corporativa, crédito etc.). Essas variáveis oferecem uma aproximação da dimensão e da complexidade de cada mercado e de sua relevância em comparação a seus pares, em nível regional e global. Fatores macroeconômicos – em especial, os fluxos de capitais e a própria orientação dos mercados – têm influência sobre esse elemento, assim como fatores regulatórios e de infraestrutura, para os quais há uma relação biunívoca. Em geral, os mercados latino-americanos são pouco desenvolvidos, porém há casos específicos de mercados desenvolvidos, inclusive em nível internacional.

As infraestruturas dos mercados financeiro e de capitais, por sua vez, são fundamentais para determinar o grau de segurança sistêmica com que operam esses mercados, e também refletem e condicionam o seu desenvolvimento. Operações financeiras envolvem uma estrutura complexa de sistemas, prestadores de serviços e intermediários para o curso normal dos negócios. Essa estrutura abarca a operação e regulação dos sistemas de pagamento e de compensação de ativos, depositários centrais de ativos, sistemas de registro de ativos e outras infraestruturas “verticalmente



integradas”.<sup>9</sup> As regras e os padrões de infraestrutura de mercado podem variar significativamente de país a país, impondo custos reais ou virtuais para a integração financeira numa região. Diferenças nas exigências referentes ao ciclo de criação dos ativos (escrituração, depósito centralizado e custódia), nos padrões de mensagem, nos padrões de registro (uso ou não de códigos globalmente unificados, como o Legal Entity Identifier) e nos ciclos de liquidação das operações são exemplos de características que podem dificultar a integração.

A resiliência dos mercados e sua regulação são fatores determinantes do desenvolvimento sustentável dos sistemas financeiros, pois assimetrias regulatórias relevantes podem dificultar os processos de integração. A convergência para padrões internacionais – como o Acordo de Basileia, no caso da regulação bancária – pode facilitar a integração financeira, porém, os diferentes graus de desenvolvimento dos mercados podem demandar soluções regulatórias distintas e mesmo diferentes “traduções” desses padrões. A harmonização regulatória é um ativo, mas as autoridades devem colocar numa balança a questão da integração, o grau de desenvolvimento dos mercados e a fragilidade a que estão sujeitos.

Por fim, a questão do alinhamento político é um importante condicionante das trajetórias de integração regional. O grau de coordenação e cooperação entre os países no escopo da integração financeira, inclusive nos aspectos macroeconômicos envolvidos no processo, é diretamente influenciado pela vontade política dos governantes. Além disso, no caso da integração rumo a um mercado único, não é sem abrir mão de soberania em algumas áreas (por exemplo, regulatória) que os países irão alcançar um projeto comum. Portanto, os fatores políticos não devem ser negligenciados.

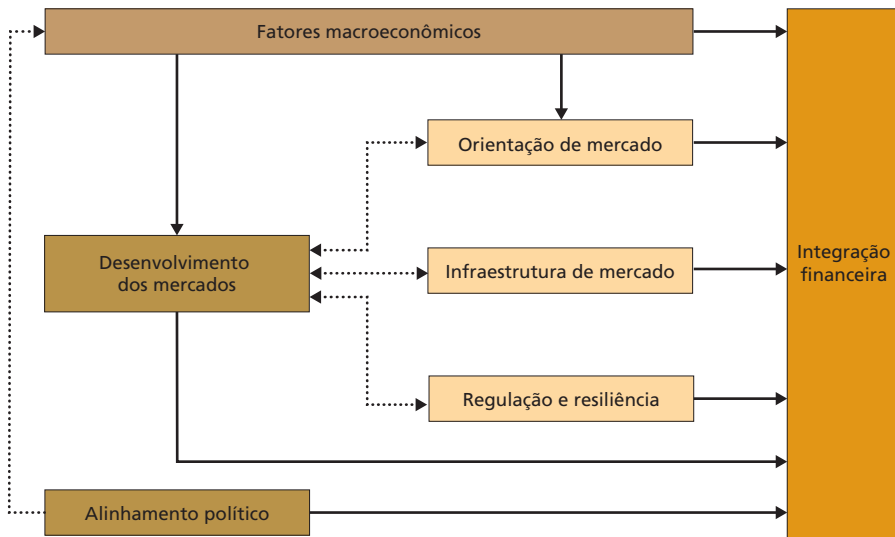
Isso não significa que governos com diferentes orientações, por exemplo, de centro-direita e de centro-esquerda, não possam compartilhar de um projeto de integração. Nem que governos com a mesma orientação irão se unir num projeto comum. A premência da integração nas agendas nacionais, porém, é um importante condicionante de sua efetivação. Assim, o alinhamento político é um importante estímulo à integração, que, em geral, não se restringe à esfera financeira, mas também envolve a circulação de bens e serviços, pessoas, entre outros aspectos.

A figura 1 sintetiza o esquema analítico proposto, englobando os seis fatores discutidos anteriormente: *i*) os fatores macroeconômicos; *ii*) a orientação dos mercados; *iii*) o desenvolvimento dos diferentes mercados; *iv*) a infraestrutura de mercado; *v*) a resiliência e a regulação financeira; e *vi*) o alinhamento político.

---

9. Por exemplo, um depositário central que também funcione como sistema de registro, contraparte central e sistema de compensação de ativos financeiros e valores mobiliários.

FIGURA 1  
Esquema analítico



Elaboração do autor.

### 3 INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NA AMÉRICA LATINA NOS ANOS 2000

Estabelecido o arcabouço analítico a ser utilizado, será realizada uma avaliação de cada fator enunciado na seção anterior. A análise irá cobrir o período entre 2000 e 2014. Optou-se por esse recorte devido a três razões: *i*) a década de 1990 é um período conturbado, devido à estabilização tardia de economias importantes da região e às crises de final de século; *ii*) é somente nessa década que as principais economias da América Latina concluem seus processos de liberalização financeira; e *iii*) há maior disponibilidade de dados, especialmente aqueles relativos ao grau de desenvolvimento financeiro dos países.

Deu-se preferência a bancos de dados consolidados, em especial, fornecidos por organismos multilaterais como FMI e Banco Mundial, devido à metodologia uniforme. O grupo de países tratado por América Latina é o mesmo coberto por Bértola e Ocampo (2015), com a exclusão de Cuba: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela. Ainda com base na análise desses dois autores, em diversas oportunidades, a análise foi segmentada em dois grupos de países: grandes e médios (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela) e pequenos (os demais).

### 3.1 Fatores macroeconômicos

Quando a primeira dimensão da integração financeira foi tratada, situou-se o foco da análise sobre o papel que a ampliação dos negócios transfronteiriços possui no estreitamento dos laços financeiros entre os países. Dois canais se destacaram: o primeiro foi a ampliação dos fluxos de capitais entre os países; o segundo, a presença de instituições e contrapartes estrangeiras nos mercados nacionais. É sobre esse primeiro canal que há uma influência mais direta dos fatores macroeconômicos, ainda que eles influenciem também o segundo canal.

A partir da década de 1980, a adoção do receituário do Consenso de Washington foi regra comum para os países latino-americanos. A adoção de políticas macroeconômicas com o propósito de “estabilizar” as economias, o que, em geral, envolvia austeridade fiscal e privilégio ao controle inflacionário, foi disseminada, rompendo com as características da gestão macroeconômica do que Bértola e Ocampo (2015) chamaram de período de industrialização dirigida pelo Estado.

Com efeito, a consolidação do paradigma neoliberal deu origem a uma nova institucionalidade da política macroeconômica nos países latino-americanos. A partir da segunda metade da década de 1990, os principais países da região adotaram regras fiscais (como metas de *superavit* primário), impuseram limites à expansão dos gastos públicos e endividamento das instâncias subnacionais (províncias, estados, municípios etc.) e leis de responsabilidade fiscal (FMI, 2014a). Como arcabouço de gestão monetária, o regime de metas para inflação foi adotado por Brasil (1999), Chile (1999), Colômbia (1999), México (2001), Peru (2002) e Guatemala (2005) (Hammond, 2012).<sup>10</sup> Os regimes cambiais adotados pelos grandes países da região, em seu turno, passaram a privilegiar a flutuação das taxas de câmbio (Frenkel e Rapetti, 2010, p. 22-26).

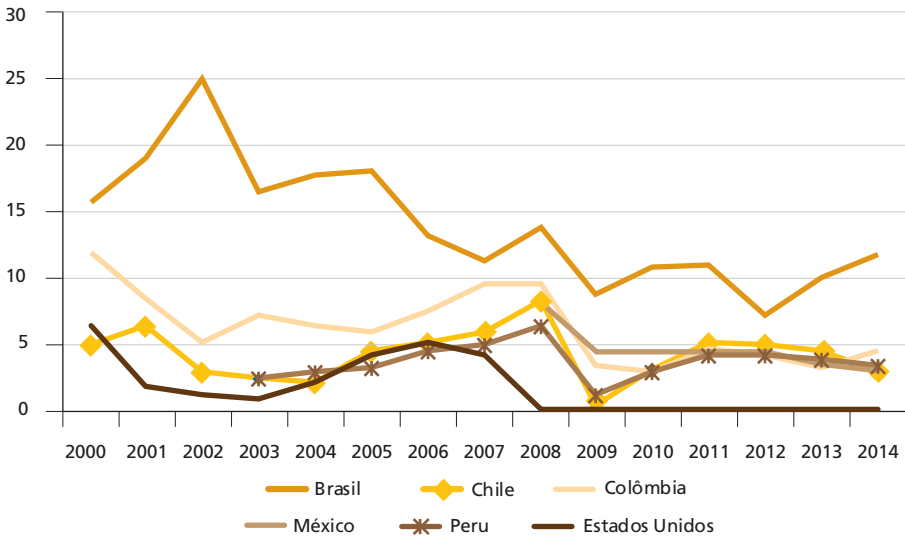
Essa mudança institucional teve como consequência a obtenção de taxas de inflação mais moderadas e uma redução, em geral, do *deficit* fiscal – entretanto, ao preço do baixo crescimento das economias, com importantes efeitos na ampliação das desigualdades domésticas e regionais. Como apontam Bértola e Ocampo (2015), a década de 1990 reinaugurou um período de divergência da renda *per capita* das economias latino-americanas, rompendo uma longa tendência de convergência, iniciada na década de 1910.

---

10. Mais recentemente, em 2016-2017, a Argentina também adotou o regime de metas para inflação (Banco Central da Argentina, 2016; 2017).

O comportamento das taxas de juros na região foi heterogêneo, conforme pode ser observado nos gráficos 1 e 2. Os dados foram obtidos nas estatísticas financeiras internacionais fornecidas pelo FMI e não contemplam todos os países da amostra. No grupo de países grandes e médios, a trajetória brasileira destoa das demais: a taxa básica de juros parte de um patamar significativamente alto entre 2000 e 2002 e depois ingressa numa trajetória de queda sustentada, ainda que mantenha valores significativamente mais elevados que as de seus pares. Essa trajetória de queda não é verificada nos outros países senão após a eclosão da crise financeira internacional de 2008-2009. É também interessante notar a convergência dos valores das taxas básicas de juros nos demais países para o patamar de 4% ao ano (a.a.), especialmente, a partir de 2011.

GRÁFICO 1  
Taxas de juros: países grandes e médios *versus* Estados Unidos (2000-2014)  
(Em % a.a.)

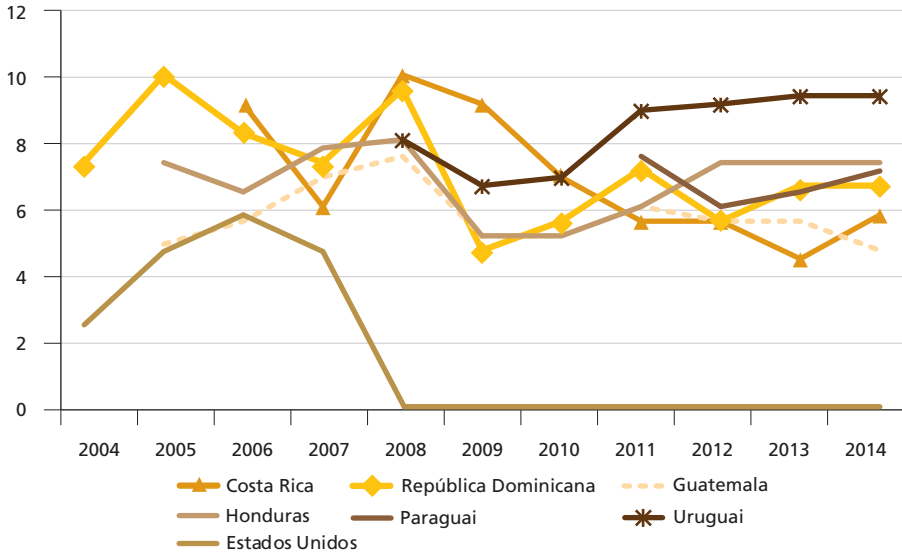


Fonte: Base de dados estatístico-financeiros internacionais/FMI (taxas básicas de juros do final de período).

GRÁFICO 2

**Taxas de juros: países pequenos versus Estados Unidos (2004-2014)**

(Em % a.a.)



Fonte: Base de dados estatístico-financeiros internacionais/FMI (taxas básicas de juros do final de período).

Obs.: Os dados de 2000 a 2004 não estão disponíveis para os países pequenos latino-americanos.

No grupo de países pequenos, não parece haver trajetória compartilhada para essa variável. Enquanto a taxa de juros da Costa Rica ingressou numa trajetória de queda, a do Uruguai subiu significativamente. Nos outros países não há uma tendência definida, subindo em alguns períodos e caindo em outros, e de forma não sincronizada entre si. Por fim, em geral, as taxas de juros praticadas pelos bancos centrais dos países pequenos foram superiores às taxas dos países grandes e médios (exceto Brasil). Essa característica é relevante, pois esse diferencial de juros pode funcionar como elemento estimulante aos fluxos de capitais intrarregionais.

A despeito da heterogeneidade do comportamento das taxas de juros na América Latina, tanto no caso dos países grandes e médios como no caso dos países pequenos, as taxas praticadas foram significativamente superiores às taxas dos países desenvolvidos, representados nesta análise pelos Estados Unidos (país emissor da moeda global). Na média do período, considerando os dados disponíveis, as taxas dos países grandes superaram a taxa americana em 3,2 pontos percentuais (p.p.). Essa média desconsidera o Brasil, já que, em média, a taxa básica do país foi 12,2 p.p. superior à americana. No caso dos países pequenos, a mesma estatística aponta para um excedente de 5,0 p.p.

Esse quadro dos diferenciais de juros configura uma situação particular na região. Em nível internacional, pode-se afirmar que, em geral, a América

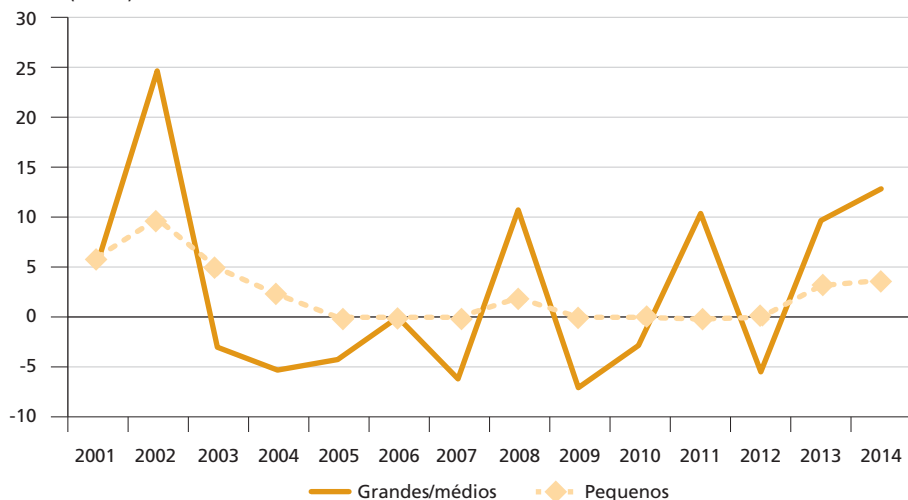
Latina fornece incentivos para o direcionamento dos capitais financeiros dos países desenvolvidos, haja vista o maior retorno oferecido em termos de juros. Em nível intrarregional, contudo, o estímulo aos fluxos originado no diferencial de juros entre países grandes e médios e pequenos não é suficiente para estimular os fluxos destinados aos países pequenos, pois o Brasil compete com eles como destino dos capitais.

Esta análise, entretanto, fica incompleta se não se leva em conta o comportamento das taxas de câmbio. O gráfico 3 plota a mediana da variação das taxas de câmbio para os grupos de países grandes e médios e de países pequenos da América Latina. A base contempla todos os países, exceto Equador e Panamá, que são dolarizados. Valores negativos indicam a apreciação das moedas locais perante o dólar americano, ao passo que valores positivos sinalizam a depreciação relativa das taxas de câmbio. A escolha da mediana como indicador estatístico, em vez da média, deve-se às situações particulares de alguns países ao longo do período, como, por exemplo, a Argentina, que, entre 2001 e 2002, manteve a paridade entre o peso e o dólar americano, porém, em 2003, testemunhou uma depreciação abrupta, de mais de 200%, na taxa de câmbio nominal.

Ainda que a volatilidade cambial possa ser interpretada como um fator desestimulante aos fluxos de capitais, o período relativamente longo de apreciação cambial antes da crise internacional gerou incentivos para a destinação de recursos em favor dos grandes mercados latino-americanos, uma vez que os ganhos gerados pela apreciação mais que compensavam os prêmios de liquidez exigidos pelos investidores estrangeiros. A seguir, pode-se observar que a entrada de capitais internacionais no período foi, de fato, massiva. A presença de recursos de estrangeiros na América Latina acentuou os movimentos posteriores do câmbio, como ilustrado pela volatilidade do período 2008-2014. Alguns países, o Brasil entre eles, resgataram medidas de controle de capitais, como forma de atenuar esta volatilidade nos anos recentes.

No caso dos países pequenos, em contraste, observa-se maior estabilidade. Há certa depreciação no início da década de 2000, seguida por um período de grande estabilidade, que dura até 2012. De 2013 em diante, a trajetória de depreciação é retomada. Esse comportamento da taxa de câmbio nos países pequenos reflete a opção por regimes cambiais que adotam algum tipo de âncora ou flutuação suja. No caso de El Salvador, a taxa de câmbio é fixa em relação ao dólar americano desde 2001. Bolívia, Costa Rica, Honduras, Nicarágua e República Dominicana adotam *crawling pegs* ou regimes de administração cambial similares (FMI, 2014b).

**GRÁFICO 3**  
**Mediana da variação anual das taxas de câmbio por grupos de países (2001-2014)**  
 (Em %)



Fonte: Base de dados estatístico-financeiros internacionais/FMI.

Obs.: Taxas de câmbio calculadas a partir da razão entre taxas da moeda local em relação aos direitos especiais de saque do FMI (*Special Drawing Right – SDR*) e a taxa de câmbio entre o dólar americano e os SDRs.

Do ponto de vista regional, a combinação da estabilidade das taxas de câmbio em relação ao dólar americano nos países pequenos e a contrastante volatilidade das taxas de câmbio dos países grandes e médios acaba por propagar regionalmente a volatilidade cambial dos países maiores. A relativa apreciação do câmbio dos países maiores em relação aos países menores no período pré-crise teve como efeito desestimular os fluxos intrarregionais de capitais na direção dos países pequenos. Após a crise, o comportamento volátil das taxas de câmbio inibiu esses fluxos.

Além disso, as disparidades entre os países grandes e médios do ponto de vista do comportamento do câmbio não devem ser negligenciadas. No período entre 2003 e 2007, de apreciação cambial, o Brasil foi o país que apresentou a apreciação mais acentuada de sua moeda, como pode ser observado no gráfico 4. Isso resulta, em parte, das elevadas taxas de juros, porém reforça a atratividade do país aos olhos dos capitais dos países desenvolvidos (e mesmo da região). O país também liderou em intensidade a desvalorização de 2008 e sua reversão em 2009.

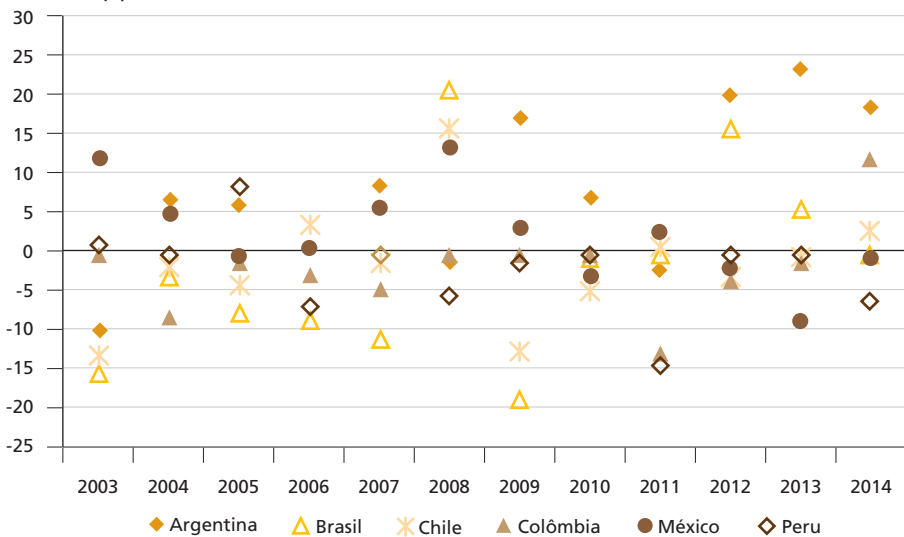
A Colômbia apresenta o comportamento menos discrepante em relação à mediana (à exceção de 2011), seguida pelo Peru (que também tem como exceção 2011). A partir de 2010, o Chile também apresentou comportamento mais aderente à mediana. O México, por sua vez, destoou significativamente dos demais países durante o movimento de apreciação pré-crise. Com efeito, durante

essa época, o peso mexicano se depreciou em relação ao dólar americano. Desde a crise, contudo, o México apresentou comportamento menos idiossincrático. Por fim, a Argentina também seguiu uma trajetória destoante, vendo o peso argentino se depreciar durante a maior parte do período analisado aqui. Em particular, no período entre 2012 e 2014, a Argentina liderou o processo de depreciação cambial ocorrido na região.

GRÁFICO 4

**Diferencial entre a variação anual das taxas de câmbio e a mediana das variações do grupo de países grandes e médios (2003-2014)**

(Em p.p.)



Fonte: Base de dados estatístico-financeiros internacionais/FMI.

Nesse contexto, configurou-se um cenário em que o Brasil vivenciou o principal processo de apreciação de sua moeda, tornando-se o destino mais atrativo para os capitais financeiros, contrastando com a situação argentina e mexicana, em que a depreciação foi a regra – a Venezuela, que não foi alvo de análise devido às particularidades de seu regime cambial, também integrou o grupo onde a depreciação prevaleceu. Por seu turno, Chile, Colômbia e Peru, em geral, seguiram os movimentos da região, porém de forma menos acentuada que o Brasil.

A evolução dos fluxos de capitais já foi analisada por outros autores, como Torre, Ize e Schmukler (2012) e Didier, Moretti e Schmukler (2015), que indicaram a expansão dos negócios transfronteiriços por essa via. Ratificando os resultados mencionados, o gráfico 5 mostra o comportamento médio dos investimentos direto e em carteira (portfólio), em termos líquidos, conforme os grupos de análise. Observam-se fluxos positivos em todo o período e uma tendência ascendente,

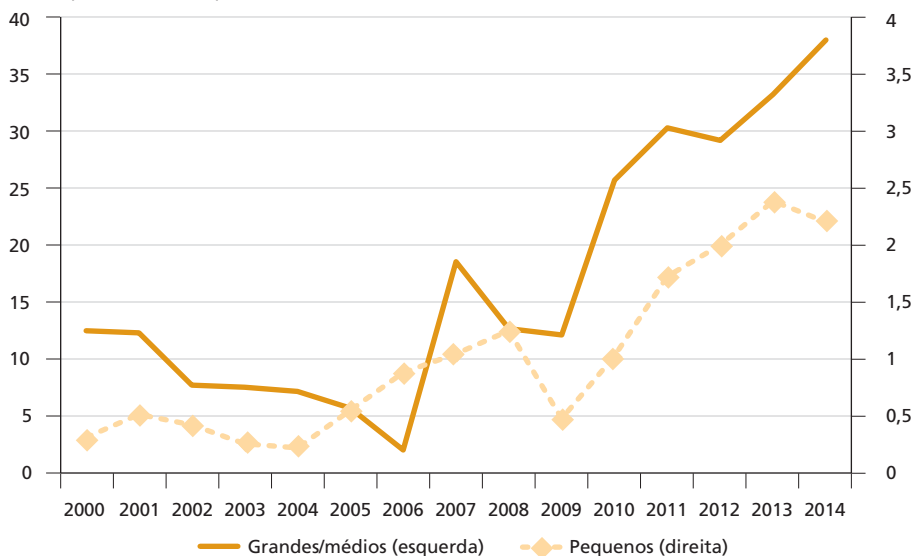


inaugurada em 2004 para os países pequenos e em 2006 para os países grandes e médios, que persistiu a despeito da crise internacional. A diferença de escala desses fluxos entre os dois grupos, da ordem de dez vezes, é notável, porém esperada.

A correlação entre o comportamento dos investimentos (líquidos) estrangeiros diretos e de portfólio com a expansão dos negócios transfronteiriços é apenas uma possível medida da ampliação desses negócios. O maior volume ao longo do tempo é indicativo da expansão dos negócios, mas deve-se ter em mente que, mesmo que não haja um aumento líquido de investimentos, os negócios financeiros transfronteiriços podem estar se expandindo, com maiores fluxos de entrada e saída de capitais – contudo, refletindo um comportamento especulativo, que pode ser desestabilizador.<sup>11</sup>

GRÁFICO 5

**Investimentos direto e em carteira líquidos – média por grupo (2000-2014)**  
(Em US\$ bilhões)



Fonte: Base de dados estatístico-financeiros internacionais/FMI.

No grupo de países grandes, Brasil e México lideraram, com larga folga, o destino dos investimentos financeiros, como ilustra o gráfico 6. As assimetrias macroeconômicas descritas anteriormente ajudam a explicar esse comportamento diferenciado, assim como a escala das economias desses países, os maiores da região. No caso brasileiro, a principal via de entrada foram os investimentos

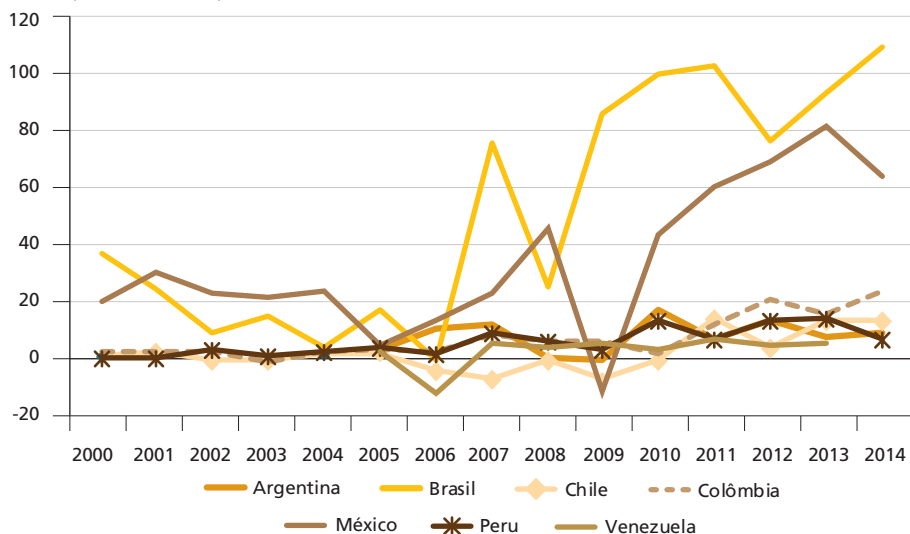
11. Sobre esse ponto, há na literatura autores que defendem a utilização dos fluxos brutos, em vez de líquidos, no cômputo desses movimentos, já que são os montantes brutos que irrigam os mercados os condicionantes das principais variáveis macroeconômicas (Borio e Disyatat, 2011; 2015). Para este trabalho, entretanto, a utilização dos fluxos em termos líquidos é suficiente para ilustrar a massiva entrada de capitais nos países analisados.

estrangeiros diretos (que, em 2014, totalizaram US\$ 71 bilhões, contra US\$ 39 bilhões de investimentos em carteira), ao passo que no México os investimentos em carteira tiveram maior importância relativa (em 2014, foram US\$ 17 bilhões em investimentos diretos contra US\$ 47 bilhões de investimentos em portfólio). O comportamento do Chile destoou dos demais países até 2010, período no qual foi exportador líquido de investimentos financeiros, em vez de receptor. Já a Venezuela, a despeito de seu tamanho, não concentrou investimentos maciços, podendo, inclusive, ser comparada com as economias pequenas da região.

GRÁFICO 6

**Investimentos direto e em carteira líquidos – países selecionados (2000-2014)**

(Em US\$ bilhões)



Fonte: Base de dados estatístico-financeiros internacionais/FMI.

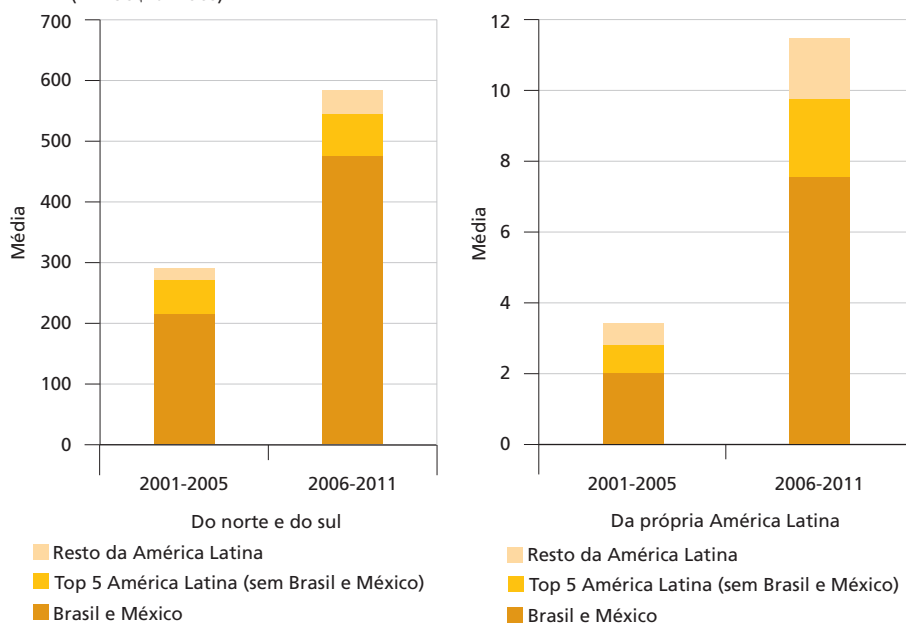
De modo geral, as transações financeiras com contrapartes estrangeiras aumentaram significativamente na América Latina, indicando uma maior integração. Até o momento, contudo, não foram discriminadas as transações realizadas com outras regiões e aquelas intrarregionais, indicativas do estreitamento dos laços financeiros regionais. A base de dados sobre esses fluxos é fornecida por Didier, Moretti e Schmukler (2015), e a análise permite concluir que, ao longo da década de 2000, os fluxos financeiros entre os países da América Latina cresceram substancialmente, refletindo uma maior conectividade entre os sistemas financeiros da região.

A média dos investimentos em portfólio foi de US\$ 3,5 bilhões no período 2001-2005, ao passo que no período 2006-2011 ela alcançou US\$ 11,4 bilhões (crescendo 227%). Entre 2001-2005 e 2006-2011, o volume médio anual de

empréstimos entre os países da América Latina cresceu de US\$ 0,6 bilhão para US\$ 1,6 bilhão (aumentando 190%), e os fluxos de fusões e aquisições cresceram de US\$ 3,6 bilhões para US\$ 6,1 bilhões (crescendo 67%). Em contraste, o investimento *greenfield* – cujo nível já era elevado na primeira metade dos anos 2000 (em comparação aos empréstimos e às fusões e aquisições) – se manteve estagnado (*op. cit.*, 2015, p. 8).<sup>12</sup>

A análise geográfica dos fluxos ratifica as assimetrias já apontadas antes: no caso dos investimentos em portfólio, principal rubrica em termos de volume, Brasil e México foram os principais destinos dos fluxos intrarregionais (gráfico 7), que, por sua vez, tiveram como principal origem o grupo denominado Países Latino-Americanos (Latin America Countries – LAC) Top 5, formado por Argentina, Chile, Colômbia, Peru e Venezuela (gráfico 8). Didier, Moretti e Schmukler (2015, p. 44) mostram ainda que os fluxos de empréstimos reproduziram esse padrão, porém de forma menos acentuada.

**GRÁFICO 7**  
**Investimentos financeiros transfronteiriços com destino aos LAC (2001-2011)**  
 (Em US\$ bilhões)<sup>1</sup>

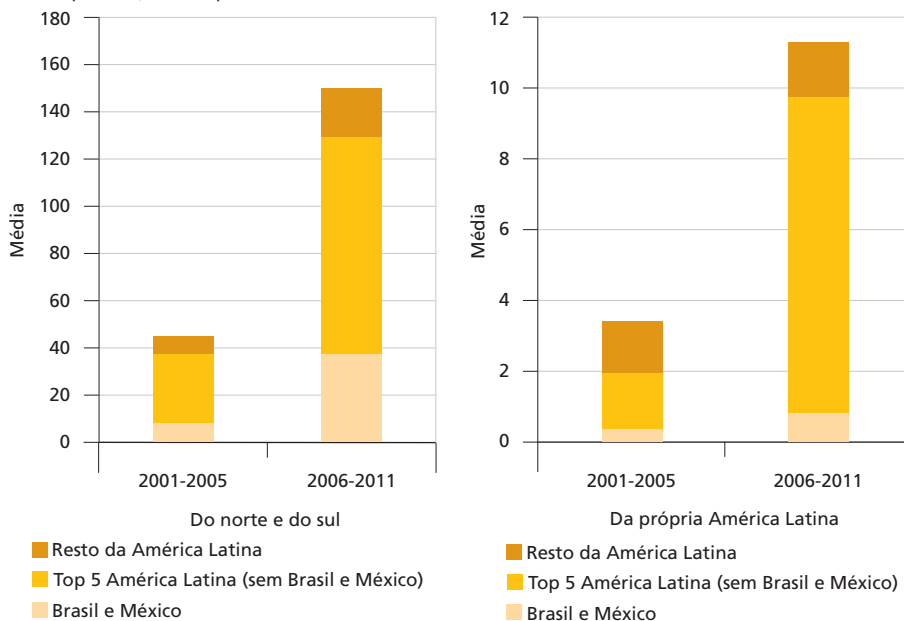


Fonte: Didier, Moretti e Schmukler (2015, p. 44).  
 Nota: <sup>1</sup> A preços constantes de 2011.

12. “Portfolio holdings averaged \$3.5 billion during 2001-2005, while for 2006-2011 they reached \$11.4 billion (growing 227%). Between 2001-2005 and 2006-2011, the average annual volume of syndicated loans within LAC countries rose from \$0.6 billion to \$1.6 billion (increasing 190%), and M&A flows soared from \$3.6 billion to \$6.1 billion (growing 67%). In contrast, greenfield investment – the level of which was already high in the first half of the 2000s (compared with syndicated loans and M&A) – remained stagnant”.

## GRÁFICO 8

## Investimentos financeiros transfronteiriços com origem nos LAC (2001-2011)

(Em US\$ bilhões)<sup>1</sup>

Fonte: Didier, Moretti e Schmukler (2015, p. 44).

Nota: <sup>1</sup> A preços constantes de 2011.

À guisa de síntese, sublinham-se cinco aspectos na análise dos fatores macroeconômicos: *i*) as taxas de juros praticadas na América Latina, mais elevadas que nos países desenvolvidos, serviram como fator de atração de negócios financeiros para a região, assim como o processo de apreciação cambial ocorrido antes da crise de 2008; *ii*) as elevadas taxas de juros brasileiras ampliaram as possibilidades de ganho no país e tornaram-no atrativo como destino de investimentos não só aos países desenvolvidos, mas também aos seus pares regionais, o que foi reforçado pela dinâmica cambial do real, que foi a moeda que mais se apreciou na região até 2009; *iii*) a “competição” brasileira acabou por inibir fluxos intrarregionais mais substantivos em direção aos países pequenos, a despeito de eles oferecerem elevadas taxas de juros e possuírem taxas de câmbio menos voláteis; *iv*) os fluxos financeiros sob a forma de investimentos se ampliaram de forma ampla e irrestrita, mas se concentraram principalmente em México e Brasil; e *v*) do ponto de vista da ampliação dos negócios financeiros transfronteiriços, afirma-se que a integração financeira na América Latina evoluiu positivamente ao longo da década, tendo esses dois países como principais eixos de integração.

### 3.2 Orientação dos mercados financeiros e de capitais

A liberalização financeira conduzida na América Latina abriu espaço para que os mercados, investidores e emissores locais se plugassem aos principais centros financeiros globais. A grande entrada de capitais na região, como registrado na subseção anterior, também tornou mais corriqueira a presença de instituições estrangeiras nos mercados locais, com um peso significativo. Com efeito, voltando a analisar os gráficos 7 e 8, observa-se uma imagem importante: a discrepância entre os fluxos intrarregionais e os fluxos internacionais (para fora da região ou de fora da região) é abissal. No período 2006-2011, enquanto os investimentos em portfólio de origem latino-americana destinados à própria região somavam US\$ 11,4 bilhões (em valores constantes de 2011), os investimentos com origem em outras regiões destinados aos países latinos alcançaram um patamar próximo a US\$ 600 bilhões.

O peso desses investidores estrangeiros nos mercados nacionais é fundamental para determinar a orientação desses mercados. Notadamente, a conexão com os centros financeiros globais e a expansão dos fluxos de capitais para a região engendraram uma orientação cada vez mais voltada “para fora” dos mercados financeiros latino-americanos. Considerando, contudo, a concentração desses fluxos em apenas dois países, Brasil e México, cabe analisar se esse tipo de orientação foi uma característica geral do processo de integração financeira da região ou particular desses dois países. Nesse contexto, cabe avaliar se os *players* domésticos foram capazes de rivalizar com os estrangeiros na determinação da liderança dos mercados locais.

No caso dos mercados bancários, a liberalização abriu portas não somente para investidores e capitais estrangeiros mas também para o acesso direto de instituições financeiras aos mercados locais. Na esteira da reestruturação dos sistemas financeiros latino-americanos, após as crises das décadas de 1980 e 1990, uma onda de internacionalização bancária trouxe aos sistemas da região uma participação maior de bancos estrangeiros, por meio da entrada direta ou da compra de bancos locais, inclusive com a privatização dos bancos públicos em alguns países (Paula, 2002, p. 9-10).

Com base nos dados apresentados por Domanski (2005, p. 72) para a média dos países grandes e médios da América Latina, os ativos bancários controlados por grupos estrangeiros em relação ao total do sistema bancário nacional saltaram de 7,0% para 46,5%, entre 1990 e 2004. Entretanto, de modo geral, essa trajetória parece ter perdido força ao final dos anos 1990, em função das crises do final do século. A tabela 1 mostra que os bancos estrangeiros perderam peso ao longo da década de 2000 nos sistemas financeiros de Brasil, Chile, Colômbia e Peru. Na Argentina, há um movimento de queda mais acentuada até 2007, e,

posteriormente, na média de 2008-2012, os bancos estrangeiros voltaram a ganhar peso. O México é o único que apresenta uma clara tendência à ampliação do peso dos bancos estrangeiros no período e se configura como o sistema financeiro mais dependente dessas instituições. No caso dos países menores, cabe notar que, no período mais recente, o peso dos bancos estrangeiros se ampliou na Guatemala, em Honduras e na Nicarágua, mantendo-se estável em El Salvador.

TABELA 1  
Participação dos bancos estrangeiros (2000-2012)  
(Em % ativo bancário total)

	2000 <sup>1</sup>	2007 <sup>1</sup>	2008-2012 <sup>2</sup>		2000 <sup>1</sup>	2007 <sup>1</sup>	2008-2012 <sup>2</sup>
Países grandes e médios							
Argentina	37,4	19,2	31	México	59,3	85,4	71
Brasil	19,5	16,8	17	Peru	55,1	50,6	50
Chile	43,6	40,3	36	Venezuela	4,3	1,8	n.d.
Colômbia	28,5	21,8	21				
Países pequenos							
Bolívia	55,1	37,7	n.d.	Nicarágua	16,1	20,5	57
Costa Rica	18,0	20,5	n.d.	Panamá	n.d.	n.d.	n.d.
Equador	6,8	4,5	n.d.	Paraguai	77,1	58,9	n.d.
El Salvador	56,8	93,1	93	República Dominicana	13,3	9,9	n.d.
Guatemala	8,1	9,9	17	Uruguai	30,4	43,7	n.d.
Honduras	36,6	36,1	44				

Fonte: Bankscope.

Notas: <sup>1</sup> Dados originalmente obtidos em Galindo, Izquierdo e Rojás-Suarez (2010).

<sup>2</sup> Dados originalmente obtidos em CGFS (2014).

Obs.: n.d. = não disponível.

Esse quadro permite caracterizar os mercados bancários de México, El Salvador e Nicarágua como mercados com uma orientação “para fora”, uma vez que são fortemente dependentes de instituições estrangeiras. De modo menos pronunciado, o mercado bancário peruano também apresenta essa característica. Entretanto, os demais mercados mantiveram grande peso de instituições domésticas, que parecem ter papel mais proeminente em comparação às instituições de fora.

A literatura aponta que essas diferentes orientações foram relevantes para determinar os padrões de contágio durante a crise de 2008-2009. Galindo, Izquierdo e Rojás-Suarez (2010) destacam que os bancos estrangeiros funcionaram como amplificadores de choques internacionais nos mercados latino-americanos. O que se verificou foi que, a despeito da crise financeira internacional, na maioria dos países da região, o crédito se desacelerou, mas manteve uma trajetória de expansão (Cárdenas, 2009). A exceção, segundo o autor, foi o México: “O México

está encarando o maior contágio, possivelmente devido às grandes exposições a bancos internacionais que representam 80% dos ativos dos bancos mexicanos. Isso explica porque houve um declínio de 30%, em termos reais, do crédito ao consumidor nesse país”.<sup>13</sup> Assim, a orientação “para dentro” da maioria dos mercados foi importante fator mitigador dos choques externos na crise.<sup>14</sup>

Os fluxos de investimentos em portfólio destacados no início desta subseção, entretanto, não dizem respeito ao mercado bancário, mas sim, essencialmente, aos mercados de títulos públicos e de capitais. O montante mencionado é ilustrativo de que esses mercados receberam, em geral, um volume não desprezível de capitais estrangeiros no período analisado. Deduz-se que isso teria ampliado o peso dos investidores estrangeiros nos mercados locais ao longo da década de 2000, o que teria tornado esses mercados cada vez mais orientados “para fora”. Contudo, essa extrapolação só seria válida se comprovada por dados específicos. Todavia, a evidência empírica sobre a participação dos investidores estrangeiros nesses mercados é escassa, sendo difícil estabelecer uma base consistente para avaliar os diferentes pesos em cada mercado.

Alguns trabalhos e reportagens sobre os mercados nacionais, entretanto, tratam da questão. No caso brasileiro, para o mercado acionário, Hermann e Martins (2012, p. 103) estimam que, em média, no período entre 2004 e 2011, os investidores estrangeiros foram responsáveis por 54,7% da demanda por novas ofertas de ações – o segundo grupo mais relevante, os fundos de investimento, responderam por 20,0% dessa demanda. No volume de negócios, os autores apontam que, ao longo da década, os investidores foram os que, em média, possuíram maior peso: entre 2001 e 2003, respondiam por cerca de um quarto do volume negociado, passando para cerca de um terço no biênio 2010-2011.<sup>15</sup>

No caso mexicano, os dados fornecidos pelo Banco do México permitem apurar que, entre 2009 e 2014, em média, 33,6% do estoque de ações de companhias mexicanas era detido por investidores não residentes.<sup>16</sup> No caso chileno, a OECD (2011) indica que a participação de investidores estrangeiros no mercado acionário cresceu ao longo da década, a partir de um patamar muito baixo, mas alcançou somente cerca de 20% do volume negociado. No caso

---

13. “*O Mexico is facing the greatest contagion, possibly due to the larger exposure to international banks which represent 80% of banks’ assets. This explains why there is a 30 percent real decline in consumer credit in that country*”.

14. Adicionalmente, Kamil e Rai (2010) discutem o padrão de atuação dos bancos estrangeiros na América Latina e apontam que a operação por meio de subsidiárias locais, que se financiam com depósitos e emprestam nas moedas locais, foi uma característica que mitigou o impacto negativo do encolhimento global do crédito que se seguiu à crise financeira de 2008-2009.

15. A distribuição entre os grupos no caso do mercado secundário é mais equânime: no biênio 2010-2011, as pessoas físicas respondiam por cerca de um quarto do volume, ao passo que os investidores institucionais representavam cerca de um terço do volume negociado (Hermann e Martins, 2012, p. 107).

16. Dados calculados a partir da razão entre o volume de ações detido por investidores não residentes, fornecido pelo Banco do México, e a capitalização total de mercado, dada pelo Banco Mundial, em dezembro de cada ano.

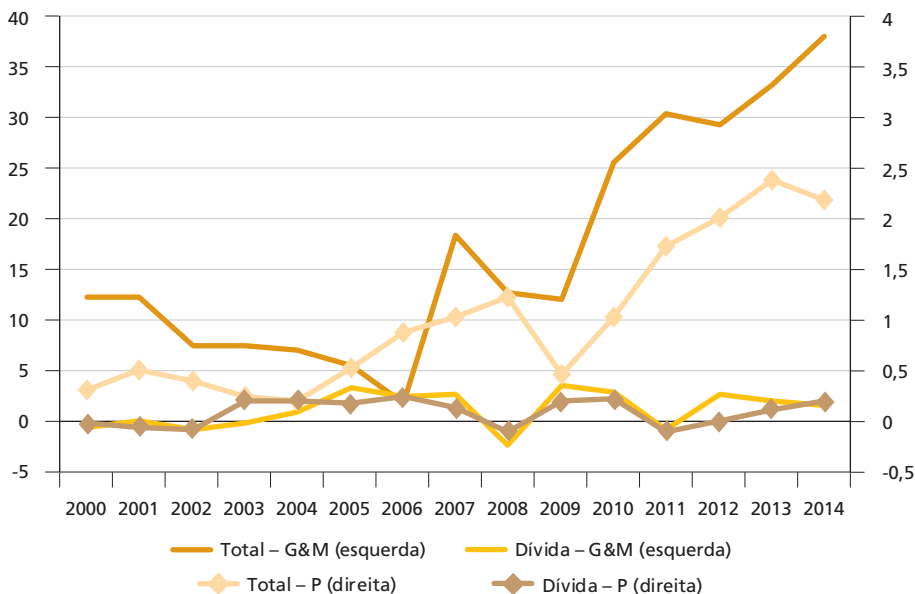
colombiano, em 2014, os investidores estrangeiros foram os maiores participantes do mercado, totalizando 25,6% do volume negociado (2014 cerró..., 2015), e, entre 2011 e 2013, o percentual do estoque de ações detido por estrangeiros subiu de 8% para 20%.<sup>17</sup>

No caso dos mercados de dívida, os modestos fluxos de capitais estrangeiros fizeram com que o padrão do mercado acionário não se reproduzisse. O gráfico 9 revela que uma parcela pequena dos fluxos líquidos de recursos para a região é explicada por investimentos em instrumentos de dívida. Tal padrão tem como implicação a reduzida participação de investidores estrangeiros nestes mercados, com predomínio dos investidores domésticos e a formatação de uma orientação de mercado voltada para dentro.

GRÁFICO 9

**Investimentos direto e em carteira líquidos versus investimentos em portfólio em dívida – média por grupo (2000-2014)**

(Em US\$ bilhões)



Fonte: Base de dados estatístico-financeiros internacionais/FMI.

No caso chileno, a OECD (2011, p. 26) aponta que: “Os fundos de pensão e as seguradoras representam mais de três quartos da demanda de mercado e há

17. Disponível em: <<http://www.oxfordbusinessgroup.com/overview/increasing-participation-foreign-investors-demonstrates-growing-attraction-abroad>>.

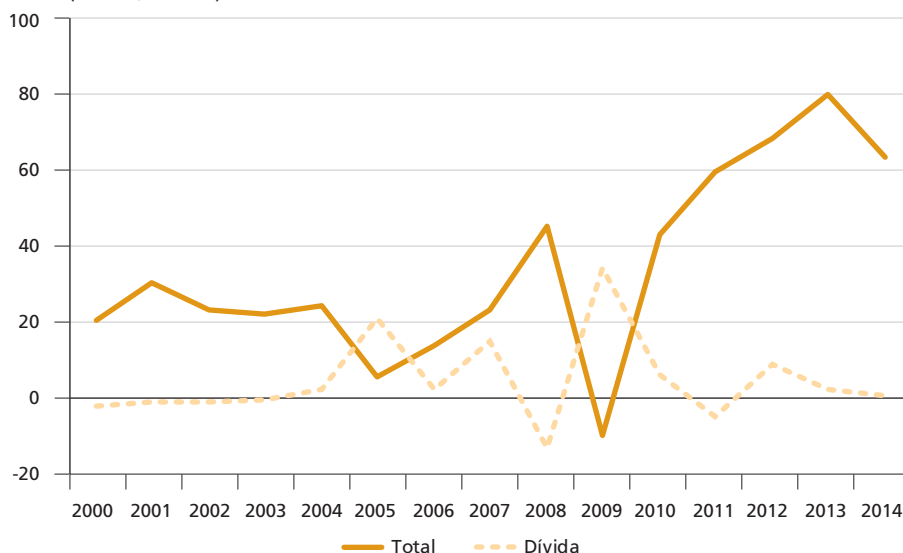


baixa participação de investidores estrangeiros no mercado de renda fixa chileno”.<sup>18</sup> O caso mexicano, por sua vez, revela uma imagem distinta, configurando uma exceção ao padrão traçado no gráfico 7. Já o gráfico 8 mostra que volumes mais significativos de recursos foram movimentados por estrangeiros nos mercados de dívida mexicanos, especialmente até 2009. Stillman (2015) mostra um grande peso dos investidores estrangeiros no mercado de dívida pública mexicana, com mais de 50% de participação desde meados de 2011.<sup>19</sup>

GRÁFICO 10

**México: investimentos direto e em carteira líquidos versus investimentos em portfólio em dívida (2000-2014)**

(Em US\$ bilhões)



Fonte: Base de dados estatístico-financeiros internacionais/FMI.

Sintetizando as evidências analisadas, a primeira constatação a ser feita é que a orientação dos mercados varia entre países e entre diferentes segmentos de mercados nos espaços nacionais. O processo de liberalização financeira trouxe, certamente, maior presença de investidores estrangeiros, porém, esse movimento não foi suficiente para determinar uma orientação “para fora” em todos os mercados e países, segundo as fontes de dados disponíveis.

18. “Pension funds and insurance companies account for more than three quarters of market demand, and there is little participation from foreign investors in the Chilean fixed-income market”.

19. Conforme a reportagem mencionada, dos países grandes para os quais há dados disponíveis, apenas o Peru apresenta padrão similar ao mexicano, entretanto, desde 2013, observa-se uma queda na participação dos investidores estrangeiros (Stillman, 2015).

Levando em conta as limitações estatísticas apresentadas, mas ainda assim buscando fazer um exercício exploratório, inferiu-se que: *i*) em geral, os mercados bancários da América Latina possuem orientação doméstica, reforçada ao longo da década de 2000, a despeito da onda de liberalização anterior; *ii*) no caso dos mercados de capitais, a evidência mais limitada sugere, em geral, que os mercados de ações latino-americanos possuem maior orientação “para fora”, ao passo que os mercados de dívida se mantiveram essencialmente com orientação doméstica; *iii*) como exceção às tendências gerais da região, os dados revelaram que os mercados bancário e de dívida mexicanos possuem orientação predominantemente voltada a investidores estrangeiros; e *iv*) a análise mais detida do mercado brasileiro de ações revelou uma forte dependência de investidores estrangeiros, portanto, configurando uma forte orientação “para fora” desse segmento.

### 3.3 Desenvolvimento financeiro

A percepção predominante na literatura sobre a evolução dos mercados financeiros e de capitais da América Latina é que, concomitantemente à progressiva liberalização financeira, houve um aprofundamento dos mercados e do desenvolvimento financeiro da região (Torre, Ize e Schmukler, 2012; Didier e Schmukler, 2013). É consenso que a liberalização impulsionou o processo de desenvolvimento financeiro latino-americano, ainda que os termos desse desenvolvimento e as vulnerabilidades trazidas com a liberalização possam ser discutidas.

Buscando relativizar esse resultado, alguns autores, como Jimenez e Manuelito (2011) e Didier e Schmukler (2014), argumentam que, a despeito do avanço da década de 2000, o sistema financeiro da região ainda pode ser caracterizado como subdesenvolvido. Todavia, é inegável o fato de que o volume de valores mobiliários emitidos e transacionados, os ativos bancários e os níveis de capitalização dos mercados acionários cresceram significativamente ao longo da década de 2000. Por mais que a região tenha ficado para trás em comparação com o resto do mundo, caso esse processo expansivo não tivesse se verificado, a posição latino-americana seria ainda mais atrasada. Além disso, como sublinham Bértola e Ocampo (2015, p. 293), há grandes diferenças no desenvolvimento financeiro dos países da região.

Pode-se afirmar que o sistema financeiro latino-americano se divide em dois grupos: o primeiro, uma “constelação de pequenos sistemas financeiros isolados”; o segundo, grandes mercados, voltados “para fora” e plugados aos centros financeiros globais, porém ainda pouco interconectados entre si. Corre por fora dessa divisão o sistema financeiro do Panamá, que pode ser caracterizado como um centro financeiro *off-shore* (Torre, Ize e Schmukler, 2012, p. 30).

Essa cisão, em termos de tamanho, pode ser ilustrada pela comparação da capitalização dos mercados de ações dos países do primeiro grupo, notadamente,

os países pequenos, com o total da América Latina. A tabela 2 mostra a evolução do volume de capitalização por país, conforme os dados disponibilizados pela Federación Iberoamericana de Bolsas (Fiab), e no agregado do subgrupo.

O indicador cresce substancialmente em todos os países, à exceção da Costa Rica, considerando as médias dos períodos 2000-2009 e 2010-2014. No agregado, a capitalização mais que dobra, saindo de US\$ 16,9 bilhões para US\$ 35,1 bilhões. Na comparação com o produto interno bruto (PIB) de cada país, os indicadores de El Salvador e Panamá se destacam, atingindo, respectivamente, 39,5% e 31,3% do PIB na média de 2010-2014. Contudo, quando esses mercados são comparados ao total da América Latina, que inclui o grupo de países grandes e médios, a capitalização de mercado representa somente cerca de 1% do total.

TABELA 2  
Capitalização do mercado de ações – médias por período (2000-2014)

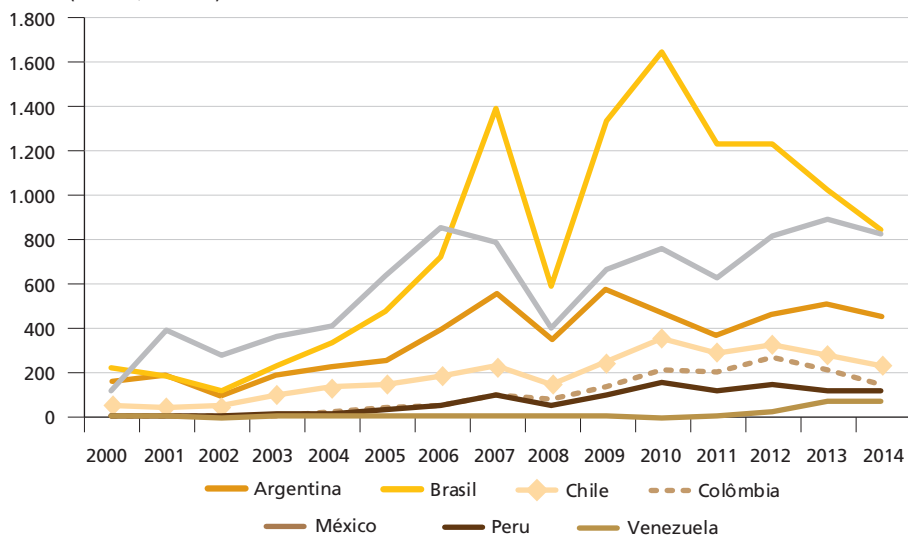
	US\$ milhões		PIB (%)		América Latina (%)	
	2000-2009	2010-2014	2000-2009	2010-2014	2000-2009	2010-2014
Bolívia	2.013,9	4.390,4	18,8	16,5	0,2	0,1
Costa Rica	2.286,5	2.025,6	11,5	4,5	0,2	0,1
Equador	2.948,2	6.214,6	7,0	7,2	0,2	0,2
El Salvador	4.130,4	9.397,4	23,5	39,5	0,3	0,3
Panamá	5.350,6	11.846,4	31,1	31,3	0,4	0,4
Paraguai	-	1.071,2	-	3,9	-	0,0
Uruguai	183,7	346,6	0,9	0,6	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>16.876,5</b>	<b>35.078,1</b>	<b>13,2</b>	<b>11,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>

Fonte: Fiab (capitalização) e Banco Mundial (PIB).

As estatísticas de capitalização para os países grandes e médios revelam uma expansão do desenvolvimento do mercado acionário em volumes expressivos (gráfico 11). Em termos de tamanho, Brasil e México tomam a dianteira da região, concentrando os maiores volumes capitalizados. Cabe notar ainda que o volume capitalizado no mercado brasileiro cai substancialmente entre 2010 e 2014, devido a fatores idiossincráticos,<sup>20</sup> mas ainda assim mantém o primeiro lugar.

20. Contribuíram para esse processo fatores macroeconômicos, em especial, a desaceleração do crescimento brasileiro no período, a queda nas cotações das *commodities* em nível global e elementos ligados ao avanço da Operação Lava-Jato, que impactou severamente a Petrobras, até então a maior empresa brasileira em termos de capitalização.

GRÁFICO 11  
**Capitalização do mercado de ações (2000-2014)**  
 (Em US\$ bilhões)



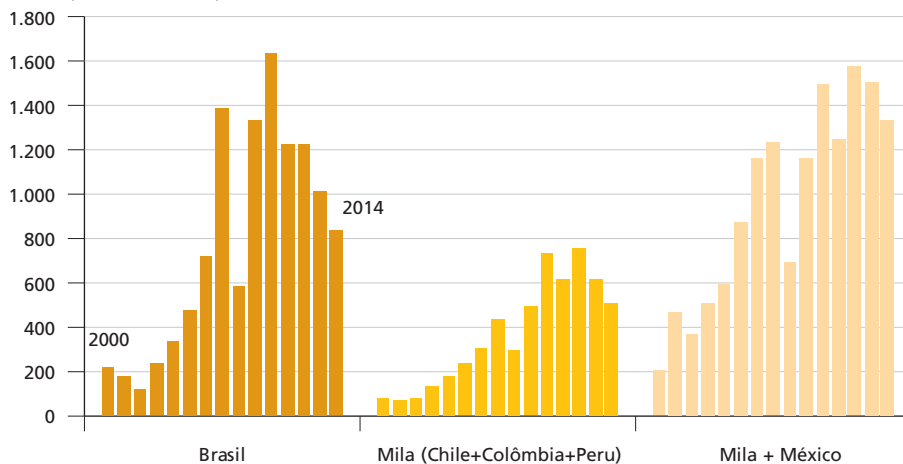
Fonte: Fiab.

Do ponto de vista da integração financeira regional, a iniciativa de criar um Mila, capitaneada pelas bolsas de valores chilena, colombiana e peruana, ganhou destaque a partir de 2011. A integração desses três mercados seria capaz de “rivalizar” com os mercados brasileiro e mexicano em termos de tamanho e poderia constituir uma importante porta de entrada para capitais estrangeiros na região (gráfico 12).

Quando foi lançado, o mecanismo criado buscava facilitar a negociação, por intermédio da dupla listagem, e fornecer um mecanismo de roteamento de ordens para compra e venda de ações dos três países integrantes por meio das corretoras locais. O projeto, contudo, não conseguiu obter os resultados esperados. Além dos baixos volumes negociados e dos riscos de liquidação envolvidos, como apontam Bolaños *et al.* (2015, p. 9): “os impactos em termos de correlação, risco e rentabilidade foram marginais e o impacto sobre o volume foi negativo”.<sup>21</sup> Em 2014, a adesão do México ao Mila deu novo fôlego à iniciativa, com a posterior incorporação do tema à agenda governamental da Aliança do Pacífico.

21. “The impacts in terms of profitability, risk and correlation have been marginal and the impact on the volume has been negative”.

GRÁFICO 12  
**Capitalização do mercado de ações (2000-2014)**  
 (Em US\$ bilhões)



Fonte: Fiab.

A questão central em torno do Mila diz respeito à capacidade de competição dos quatro mercados com o brasileiro refletida na atração de recursos, investidores e emissores. De fato, o tamanho agregado dos mercados chileno, colombiano, mexicano e peruano é capaz de rivalizar com o tamanho do mercado brasileiro. Porém, quando se observa os dados de volume negociado, a discrepância entre os quatro mercados integrados e o Brasil é enorme: o volume negociado no mercado brasileiro é superior a três vezes o volume negociado nos mercados do Mila agregados (gráfico 13). Desde 2003, a liquidez do mercado brasileiro cresceu significativamente, como resultado dos massivos fluxos de capitais, e, desde 2007, a bolsa brasileira concentra mais de três quartos dos negócios com ações realizados na América Latina.

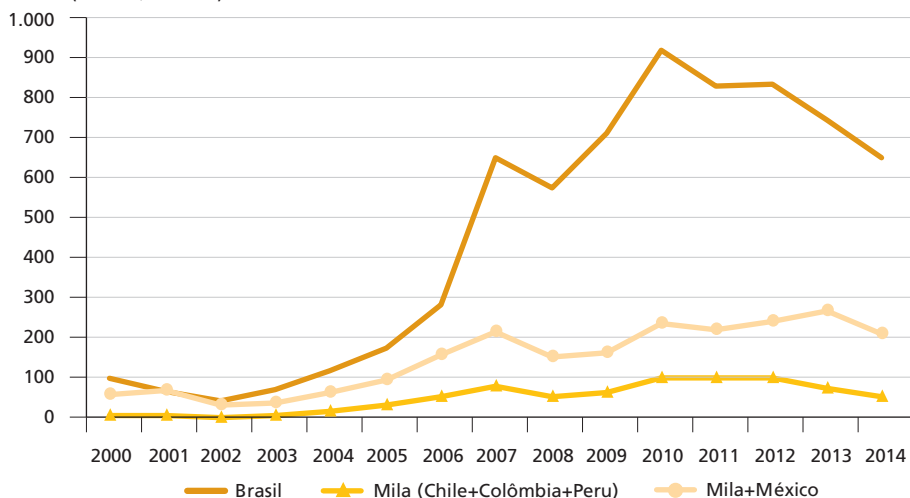
Uma vez que a liquidez é um dos fatores mais importantes no desenvolvimento de um mercado de capitais, é possível caracterizar o mercado acionário brasileiro como o mais desenvolvido da região, ainda que sua configuração traga consigo um importante viés especulativo. No que tange à integração financeira regional, essa característica do mercado brasileiro impõe um importante limite à agenda integracionista andina, em especial, ao futuro do Mila: é difícil conceber um processo bem-sucedido de integração dos mercados acionários da região prescindindo da liquidez do mercado brasileiro, ao menos no curto e médio prazo.<sup>22</sup>

22. Há também outros aspectos relacionados à infraestrutura de mercado que impõem restrições à expansão do Mila como projeto. Em especial, o mecanismo de roteamento de ordens desenhado traz importantes riscos de liquidação das operações. Além disso, não parece apresentar uma economia de custos relevante para os participantes de mercado.

GRÁFICO 13

**Volume negociado no mercado de ações (2000-2014)**

(Em US\$ bilhões)



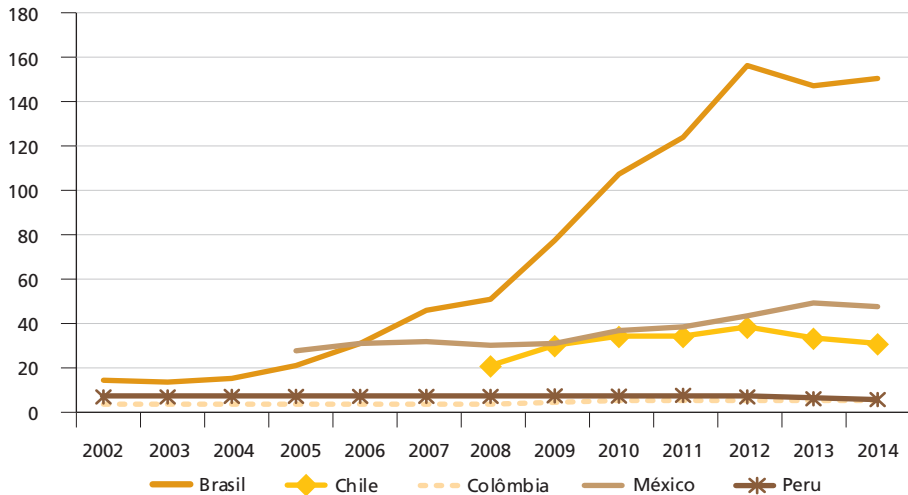
Fonte: Banco Mundial.

Passando aos mercados de dívida corporativa latino-americanos, houve avanço do segmento ao longo da década de 2000, no entanto, de modo significativamente mais tímido do que no caso do mercado acionário. Como mostrado anteriormente, os fluxos de capitais estrangeiros para a região se concentraram principalmente no mercado de ações, cabendo ao mercado de dívida uma parcela pouco significativa. Quanto à dívida corporativa doméstica, o Brasil liderou com larga folga a expansão da região, tendo o estoque de dívida multiplicado mais que treze vezes entre 2000 e 2014 (gráfico 14). O México liderou a expansão de dívida corporativa emitida nos mercados internacionais, saindo de um estoque de US\$ 20,5 bilhões em 2000 para US\$ 116,9 bilhões em 2014, ou seja, 5,7 vezes maior (gráfico 15). Muito embora as emissões externas não digam respeito ao desenvolvimento dos mercados locais, são importantes fontes de recursos para as companhias. Portanto, constituem uma relevante conexão com mercados estrangeiros para a provisão de financiamento em nível local.

Como ressaltado anteriormente, os mercados de dívida corporativa, em geral, apresentam uma orientação doméstica, caracterizada por fatores idiossincráticos. Muitos desses mercados têm como característica as operações de balcão, bilaterais, sem maior centralização e transparência, como aquelas cursadas em bolsa (daí a

falta de dados para os países menores<sup>23</sup>). O próprio mercado brasileiro de dívida corporativa, que se revela grande para os padrões da região, se expandiu num contexto particular: na década de 2000, grande parcela das debêntures foi emitida por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*) controladas por instituições financeiras com a finalidade de explorar oportunidades de arbitragem regulatória na captação de recursos pelos conglomerados financeiros. Portanto, em vez de financiar diretamente a atividade e os planos de investimento de companhias não financeiras, uma parcela significativa das dívidas corporativas (cerca de 30%) financiou, a custos menores, as instituições financeiras (Torres Filho e Macahyba, 2015, p. 22).

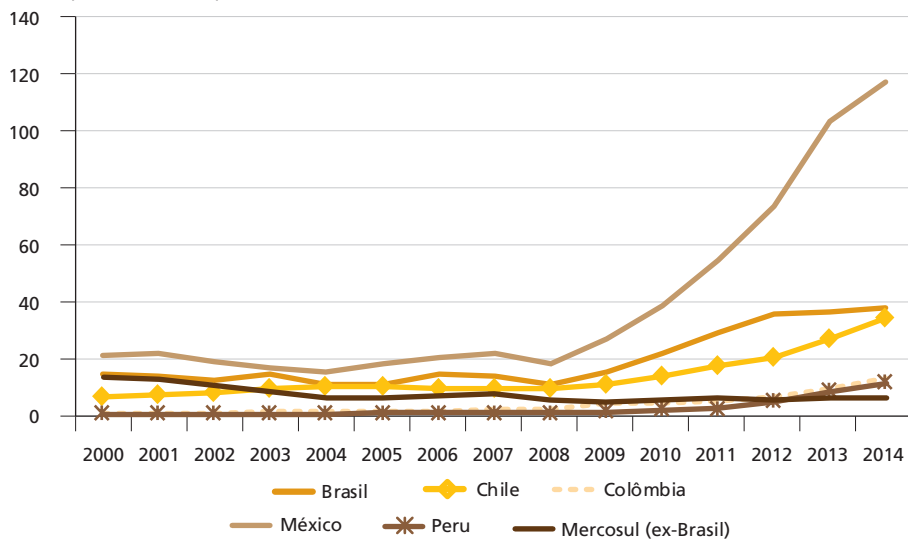
GRÁFICO 14  
**Estoque de dívida corporativa doméstica (2002-2014)**  
 (Em US\$ bilhões)



Fonte: Banco de Compensações Internacionais (BIS).

23. A Fiab, em seus anuários estatísticos, fornece alguns dados sobre os mercados de instrumentos de renda fixa listados em bolsas de valores. Em 2014, os seguintes valores de mercado dos títulos de renda fixa privada listados foram verificados: US\$ 2,0 bilhões, na Bolívia; US\$ 6,1 bilhões, no Equador; US\$ 7,2 bilhões, no Panamá; US\$ 0,3 bilhões, no Paraguai; US\$ 0,9 bilhões, na República Dominicana; e US\$ 0,4 bilhões no Uruguai. A soma desses países para 2014 totalizou US\$ 17,0 bilhões nesses instrumentos. Em termos comparativos, os instrumentos de renda fixa listados em bolsa no Brasil alcançaram o valor US\$ 38,4 bilhões no mesmo período. Vale lembrar que o mercado brasileiro de renda fixa é concentrado no balcão organizado da Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip), que, somente em debêntures, atingiu a cifra de US\$ 291,8 bilhões em 2014.

GRÁFICO 15  
**Estoque de dívida corporativa internacional (2000-2014)**  
 (Em US\$ bilhões)



Fonte: BIS.

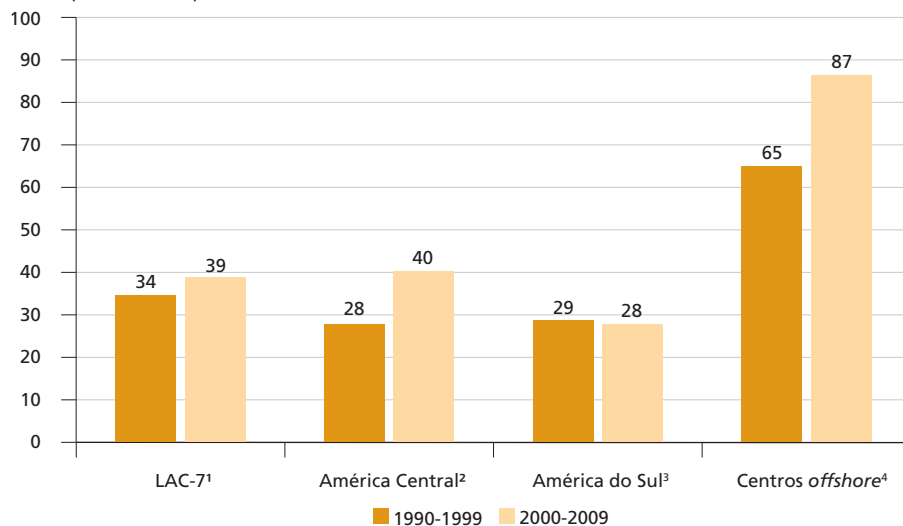
Nesse sentido, a despeito da evolução dos últimos anos, a orientação predominantemente doméstica dos mercados de dívida na região limita a expansão da integração financeira por essa via. O México, contudo, apresenta uma orientação “para fora” de seus mercados de dívida, e testemunhamos uma expansão significativa desse segmento entre 2000 e 2014. Uma possível trajetória, nesse contexto, é que outros países latino-americanos passem a utilizar a plataforma mexicana como via de acesso aos mercados internacionais (isto é, a *expertise* mexicana nessa área). Brasil e Chile não parecem ser candidatos a essa opção, pois já acessam os mercados externos diretamente, apesar dos volumes relativamente menores de dívida emitidos. A possibilidade, no entanto, se abre para Argentina, Colômbia e Peru, além de outros países menores da região.

Como último tópico da análise dos fatores de desenvolvimento de mercado, cabe analisar o mercado bancário latino-americano, que também registrou uma expansão ao longo da década de 2000. O gráfico 16, retirado de Torre, Ize e Schumkler (2012, p. 37), indica uma expansão dos ativos bancários, como proporção do PIB, na região. A estagnação relativa da média de Bolívia, Equador, Paraguai e Venezuela entre as décadas de 1990 e 2000 contrasta com a expansão mais intensa dos países da América Central. As principais economias da região, Brasil e México inclusos, testemunharam, em média, uma expansão modesta de seus ativos.



GRÁFICO 16

**Total de ativos dos bancos por grupo de países selecionados (1990-2009)**  
(Em % do PIB)



Fonte: Torre, Ize e Schmukler (2012, p. 37).

Notas: <sup>1</sup> LAC-7: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Uruguai.

<sup>2</sup> América Central: Belize, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicarágua e República Dominicana.

<sup>3</sup> América do Sul: Bolívia, Equador, Paraguai e Venezuela.

<sup>4</sup> Centros offshore: Bahamas, Ilhas Cayman e Panamá.

Em tamanho absoluto, contudo, os bancos brasileiros e mexicanos, reproduzindo a configuração dos demais mercados, lideram o mercado da região. Em 2014, entre os dez maiores bancos da região, medidos pelo total de ativos, seis eram brasileiros (Banco do Brasil, Itaú, Bradesco, Caixa Econômica Federal, Santander e BTG Pactual), dos quais cinco ocupavam as cinco primeiras posições do *ranking*, e quatro mexicanos (BBVA Bacomer, Banamex, Banorte e Santander).

Do ponto de vista da integração financeira regional, a expansão dessas instituições em nível doméstico não foi acompanhada por uma expansão regional *pari passu*, porém, é possível observar alguns movimentos de regionalização. Conforme apontado pelo CGFS (2014), desde 2007, há registros da expansão transfronteiriça de algumas instituições por meio de aquisições de outros bancos nacionais. Os bancos brasileiros vêm expandindo sua área geográfica de atuação para Argentina, Chile e Uruguai, ao passo que os bancos chilenos vêm buscando mercado na Colômbia. Por fim, os bancos colombianos possuem uma estratégia clara de expansão regional voltada para a América Central, avançando sobre Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicarágua e Panamá, além de possuírem braços no Paraguai, Peru e Uruguai.

Esse movimento de regionalização bancária pode se constituir uma importante via de integração financeira regional, como forma de conectar os sistemas financeiros menores aos centros de maior representatividade. Em particular, essa estratégia pode ser profícua, uma vez que as instituições financeiras situadas nos principais centros do globo encontram um novo ambiente regulatório, mais tutelar, que torna mais custosa a expansão de seus negócios e a criação de liquidez, por exemplo, os requerimentos de capital mais elevados trazidos por Basileia III e a regra de Volcker americana, que restringe a tomada de posições proprietárias (Goldman Sachs, 2015).

As evidências aqui analisadas mostram que, de modo geral, houve uma expansão do desenvolvimento financeiro latino-americano entre 2000 e 2014, nos diversos mercados. Esse desenvolvimento, no entanto, foi resultado da conexão dos grandes mercados da região com os centros financeiros globais, sem que um processo mais sustentado de integração regional se verificasse. Os sistemas financeiros menores, nesse contexto, se mantiveram isolados.

O período mais recente registra avanços importantes na perspectiva de integração regional a partir do Mila, no caso do mercado de ações, e da expansão dos grandes bancos da região para os países menores. Em contraste, a integração via dívida corporativa ainda não se coloca como uma trajetória possível, salvo no caso da utilização da *expertise* mexicana em termos de serviços financeiros para acessar os mercados internacionais de dívida. Em relação ao Mila, é importante frisar que, ao menos a médio prazo, a concentração da liquidez no mercado acionário brasileiro, amplamente conectado com os principais centros financeiros globais, impõe limitações a um projeto de integração regional que não envolva o Brasil. Por fim, no caso do mercado bancário, as limitações do pós-crise sobre a expansão dos grandes bancos internacionais abrem espaço para que bancos regionais cumpram o papel de conectar os países menores, em linha com o processo que os bancos colombianos vêm conduzindo na América Central.

### 3.4 Infraestrutura de mercado

O desenvolvimento da infraestrutura dos mercados financeiros e de capitais é fundamental para assegurar, além do bom funcionamento e da confiabilidade, a estabilidade dos sistemas de pagamento das economias. O gerenciamento de riscos pelas infraestruturas também é chave para a manutenção da estabilidade. Com efeito, é possível imaginar que, em mercados de menor escala, a inadimplência de um participante de maior peso numa transação em bolsa pode ser suficiente para contagiar os demais participantes, levando o sistema todo a uma crise. Nesse sentido, é o risco sistêmico que está em jogo quando se trata das infraestruturas do mercado financeiro.

As infraestruturas de mercado dizem respeito a um conjunto de instituições e regras postuladas em cada local, com respeito à criação, custódia e negociação dos ativos financeiros e valores mobiliários, bem como à autorização, estabelecimento e funcionamento dos sistemas de pagamento, sistemas de compensação, depositários centrais de ativos, contrapartes centrais e sistemas de registro (CPMI-Iosco, 2012). O desenvolvimento dessas infraestruturas, contudo, depende do grau de desenvolvimento dos próprios mercados, que, como ressaltado anteriormente, é significativamente heterogêneo na América Latina.

Prevalece, em geral, uma situação similar à apresentada na subseção anterior: há um grupo de mercados pequenos, pouco desenvolvidos, com infraestrutura incipiente; há outro grupo de países, maiores, conectados aos centros financeiros globais, nos quais houve significativo avanço na infraestrutura. Essa divergência é justificável, uma vez que é a complexidade dos mercados e os volumes transacionados que justificam maiores preocupações em termos de risco sistêmico. Representa, porém, importante barreira para a integração regional, já que as assimetrias engendram riscos e demandam a resolução de problemas, nem sempre de modo fácil.

Alguns problemas que a integração acarreta, inclusive, são de caráter puramente operacional. Num exemplo prático, as bolsas brasileira e mexicana utilizam um padrão de mensagens aderente às normas internacionais conhecidas por ISO 15022, ao passo que a bolsa de El Salvador (que tem um mercado de ações relativamente grande para o tamanho de sua economia) utiliza um padrão próprio de mensagens. Nesse caso, para viabilizar a possibilidade de troca de “mensageria” entre as infraestruturas, é necessário criar um tradutor de mensagens para ambos os sistemas, o que demanda recursos e tempo. Do contrário, falhas no envio de mensagens ou mesmo erros podem gerar importantes riscos operacionais e de liquidação.

Outro ponto prático importante diz respeito às janelas de liquidação de cada mercado. Nem todos os países latino-americanos estão no mesmo fuso horário: São Paulo está no fuso GMT-3, enquanto Santiago está no GMT-5 e a Cidade do México, no GMT-6. As janelas de abertura dos três mercados, portanto, não necessariamente coincidem, ou o fazem por um período muito limitado de tempo. Considerando os sistemas de compensação de ações conhecidos nos países mencionados – a câmara de compensação de ações e dívida corporativa da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), a Central de Valores de México (CCV) e a Contraparte Central S.A. (CCLV) do Chile –, o intervalo de operação comum das infraestruturas desses países é de menos de quatro horas, de 14h30 às 18h25, pelo Tempo Médio de Greenwich (Greenwich Mean Time – GMT). Removendo o Brasil, as janelas de operação da CCV e da CCLV são praticamente idênticas, operando das 14h30 às

21h (a CCV opera até às 21h30). Logo, operações transfronteiriças realizadas entre os mercados mexicano e chileno possuem maior facilidade de liquidação, ao passo que a realização de operações com o Brasil encontra uma importante limitação operacional.

Um diagnóstico do Banco Mundial (2007) mostra que diversas iniciativas para a modernização das infraestruturas de mercado na região foram levadas a cabo na segunda metade da década de 1990 e começaram a ser implementadas nos anos 2000. De forma generalizada, o documento ressalta que houve avanços na legislação de infraestrutura de mercado, mas que pontos críticos ainda precisavam ser aprimorados:

foi feito um progresso importante (...) Contudo, diversas outras áreas-chave legais ainda precisam ser tratadas, inclusive a irrevocabilidade da compensação uma vez finalizada, a proteção adequada dos sistemas contra os efeitos dos procedimentos em caso de falência, (...) a definição em lei e a regulação dos poderes de supervisão do banco central, (...) aprimoramentos na base legal para os arranjos de custódia e a definição em lei da desmaterialização e imobilização dos títulos e valores mobiliários, especialmente para títulos públicos (Banco Mundial, 2007, p. 215-216).<sup>24</sup>

Uma avaliação mais recente da evolução da infraestrutura de mercado na região, contudo, está disponível apenas para quatro países, integrantes do grupo de países maiores, que são membros do Comitê de Pagamentos e Infraestrutura de Mercado (Committee on Payments and Market Infrastructures – CPMI) do BIS e/ou da Organização Internacional das Comissões de Valores (International Organization of Securities Commissions – Iosco). Somente eles contam com os chamados “livros vermelhos” sobre infraestrutura de mercado, nos quais informações detalhadas sobre cada país são reunidas, e vêm sendo constantemente avaliados pelas organizações multilaterais. O restante dos países foi avaliado no início da década de 2000, por meio dos “livros amarelos”, a partir de avaliações do Banco Mundial, e, desde então, não há informações sistematizadas atualizadas.

A tabela 3 traz o resultado mais recente da avaliação da dupla CPMI-Iosco sobre a aderência dos países aos chamados princípios para infraestruturas do mercado financeiro. É interessante notar que mesmo entre os países grandes, em particular entre Brasil e México, persistem diferenças importantes na aplicação dos princípios internacionais e no desenvolvimento da regulação em cada país. A infraestrutura de mercado brasileira pode ser considerada uma das mais modernas, plenamente aderente aos padrões internacionais de regulação e supervisão. Argentina, Chile e México, contudo, ainda estão em processo de

---

24. "Important progress has been made (...). However, many other key legal areas still need to be addressed, including, in particular, the irrevocability of final settlement, adequate protection of the systems against the effects of bankruptcy proceedings, (...) the legal definition and regulation of oversight powers of the central bank (...) improvements to the legal basis for custody arrangements, and the legal definition of immobilization and dematerialization of securities, especially for public securities".

adesão aos princípios internacionais que regem a operação das infraestruturas, inclusive no que se refere ao gerenciamento de risco.

**TABELA 3**  
**Aderência aos princípios para infraestruturas do mercado financeiro do CPMI-Iosco**

	Princípios				Responsabilidades			
	CPCs	SPs	DCs e SCs	SRs	CPCs	SPs	DCs e SCs	SRs
Argentina	3	1	1/3	3	4	4	4	4
Brasil	4	4	4	4	4	4	4	4
Chile	1	2	1	1	4	4	4	1
México	1	3	3	3	4	4	4	3
Alemanha	4	4	4	4	4	4	4	4
Estados Unidos	2/3/4	4	2/3/4	1	4	4	4	4
Reino Unido	4	4	4	4	4	4	4	4

Fonte: CPMI-Iosco (2015).

Obs.: 1. CPCs: contrapartes centrais. SPs: sistemas de pagamento. DCs: depositários centrais de ativos e valores mobiliários.

SCs: sistemas de compensação de ativos e valores mobiliários. SRs: sistemas de registro.

2. A nota 4 é a máxima dada pelos organismos. A cor verde indica a nota 4; a cor amarela indica uma nota inferior a 4.

Assim sendo, de modo geral, ainda que ao longo da década de 2000 tenha havido um processo de aprimoramento da infraestrutura de mercado latino-americano – o qual, contudo, não é passível de quantificação, devido à indisponibilidade de informações –, pode-se estabelecer que as assimetrias no desenvolvimento da infraestrutura de mercado constituem uma barreira à integração financeira regional. A proximidade de alguns países facilita a superação de determinados problemas operacionais, como o relativo aos diferentes fusos horários, porém, isso não é suficiente para garantir a convergência do desenvolvimento das infraestruturas.

A mitigação dos riscos sistêmicos e de liquidação deve nortear o processo de modernização das infraestruturas de mercado, o que exige a convergência aos padrões mais altos da região. Surge, nesse contexto, uma espécie de paradoxo: por um lado, a assimetria das infraestruturas torna mais difícil a integração; por outro, é o próprio processo de integração que pode induzir de forma mais tempestiva o desenvolvimento das infraestruturas dos países menores. Isso, contudo, passa não só por fatores de mercado (fluxos de capitais) mas demanda também o envolvimento das autoridades de regulação e supervisão dos países, como forma de promover maior cooperação e coordenação.

### 3.5 Regulação e resiliência

A influência da regulação financeira no processo de integração regional segue lógica bastante similar à apresentada na subseção anterior para a infraestrutura de mercado. Na literatura sobre integração financeira, diversos autores se ocupam

em elencar seus potenciais benefícios, entre os quais se destacam, por exemplo, o aprofundamento dos mercados financeiros dos países e a promoção da inclusão financeira, na esteira desse primeiro processo (Kose *et al.*, 2006).

Como apontam Levi-Yeyati e Williams (2014), não só consequências positivas se seguem à integração, havendo também riscos não negligenciáveis nesse processo. Esses riscos incluem a perda de autonomia na implementação e condução das políticas econômicas, a criação de vulnerabilidades a choques externos, riscos sistêmicos e até riscos relacionados à lavagem de dinheiro por meio dos fluxos de recursos entre os países. A regulação financeira, na mesma linha em que a infraestrutura de mercado, tem papel fundamental na mitigação desses riscos.

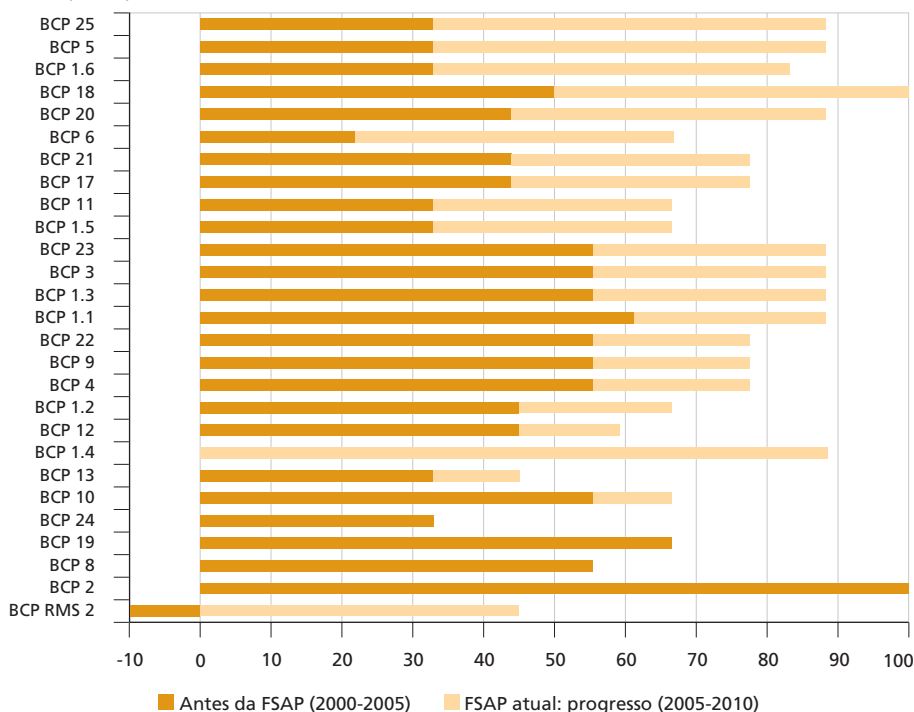
Em geral, os países da América Latina passaram por um processo de convergência aos padrões regulatórios internacionais ao longo da década de 2000, especialmente no mercado bancário. Em parte, essa tendência resulta da percepção acerca da necessidade de reduzir a vulnerabilidade financeira da região, haja vista as crises vivenciadas ao longo da década de 1990, que se seguiram à própria liberalização. Essa abordagem foi, inclusive, um dos pontos incorporados ao pensamento da Cepal na década de 2000. Como aponta Bielschowsky (2009, p. 184), um dos eixos das políticas para enfrentar a volatilidade dos capitais financeiros trazida pela liberalização consistia na “regulação e supervisão prudencial ativa do sistema financeiro, com um conteúdo anticíclico”.<sup>25</sup> Outra razão importante deriva dos esforços de organismos multilaterais – FMI e Banco Mundial –, para promover padrões de competição uniformes aos bancos dos países desenvolvidos recém-internacionalizados na região, o que gerou uma série de pressões, por exemplo, para a adoção dos Acordos de Basileia. Esse processo se inicia na década de 1990, mas é intensificado na década de 2000.

Heysen e Auqui (2014, p. 349) realizam uma avaliação atualizada dos países latino-americanos em relação à conformidade com os princípios nucleares de Basileia (Comitê de Basileia, 2006), concluindo que “o progresso na supervisão prudencial foi amplo e inclui aspectos tão diversos quanto o arcabouço institucional, processos de autorização, supervisão de outros riscos, controles internos e disciplina de mercado”.<sup>26</sup> Ao avaliar a observância desses princípios, os autores concluem que a porcentagem de países em conformidade com os diversos princípios saltou substancialmente ao longo da década. O gráfico 17 ilustra esse resultado para um grupo de nove países da região – principalmente países pequenos (México e Peru também fazem parte da análise). O percentual indica a proporção de países que observam os princípios de Basileia.

25. “Regulación y supervisión prudencial activa del sistema financiero, con un contenido anticíclico”.

26. “Progress in prudential oversight has been broad based and includes aspects as diverse as the institutional framework, authorization processes, supervision of other risks, internal controls, and market discipline”.

GRÁFICO 17

**Progresso da regulação e supervisão em nove países da América Latina (2000-2010)<sup>1</sup>**  
(Em %)

Fonte: Heysen e Auqui (2014, p. 371).

Nota: <sup>1</sup> Inclui Barbados, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Peru e Trinidad e Tobago.

Heysen e Auqui (2014, p. 370), no entanto, encontram também assimetrias na implementação dos princípios para regulação e supervisão dos bancos. Segundo os autores, um terço dos países da região possuía arcabouços largamente em conformidade com os padrões internacionais (mais de 85% de avaliações positivas), porém outro terço ainda não havia implementado de forma suficiente os padrões internacionais (menos de 50% das avaliações positivas).

Do ponto de vista da capitalização dos bancos, os resultados para a região revelam valores superiores aos requerimentos regulatórios. A tabela 4 exhibe a evolução dos níveis de capitalização ao longo da década de 2000 para os principais países da região. Os valores entre parênteses indicam o requerimento regulatório vigente em cada país. No agregado, o nível de capitalização das instituições manteve uma boa distância do mínimo exigido. Somente a Colômbia, no triênio 2001-2003, e o Peru, entre 2005 e 2008, apresentaram índices de capitalização menos folgados, porém, em ambos os casos, os padrões domésticos exigiam mais

capital das instituições (respectivamente, 9% e 10%) que o acordado em nível internacional (8%).

**TABELA 4**  
**Índice de Basileia de países selecionados (2001-2014)<sup>1</sup>**  
(Em %)

País (% mínimo regulatório)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Países grandes e médios														
Argentina (8)	13,2	13,9	11,7	14,0	15,3	16,9	16,9	16,9	18,8	17,7	15,6	17,1	13,6	14,4
Brasil (11)	14,8	16,6	18,9	18,6	17,9	19,0	18,8	18,3	19,0	17,7	16,3	16,4	16,1	16,7
Chile (8)	12,7	14,0	14,1	13,6	13,0	12,5	12,2	12,5	14,3	14,1	13,9	13,3	13,3	13,2
Colômbia (9)	11,2	11,0	11,5	14,2	14,7	15,4	16,0	15,4	17,2	17,3	16,9	18,1	17,0	17,0
México (8)	14,7	15,5	14,2	14,1	14,3	16,1	15,9	15,3	16,5	16,9	15,7	15,9	15,6	15,8
Peru (10)	13,4	12,5	13,3	14,0	12,0	12,5	11,7	11,9	13,8	13,6	13,7	14,4	13,9	14,4
Países pequenos														
Paraguai (10)	16,9	17,9	20,9	20,5	20,4	20,1	16,8	16,3	16,3	16,4	14,9	16,2	14,6	16,6
Uruguai (8)	n.d.	n.d.	n.d.	21,7	22,7	16,9	17,8	16,7	16,8	15,2	16,0	15,9	15,6	n.d.
Estados Unidos (8)	12,9	13,0	13,0	13,2	12,9	13,0	12,8	12,8	14,3	15,3	14,7	14,5	14,4	14,4

Fonte: Base de dados estatístico-financeiros internacionais/FMI.

Nota: <sup>1</sup> Capital e ativos ponderados pelo risco.

A literatura é consensual ao destacar o desenvolvimento dos padrões regulatórios locais e a elevada capitalização das instituições como um amortecedor dos efeitos da crise financeira de 2008-2009 sobre os sistemas bancários latino-americanos. Montoro e Rojas-Suarez (2012, p. 29) destacam: “taxas mais altas de capitalização, liquidez e eficiência bancária foram fatores que ajudaram os bancos a lidar melhor com os efeitos da crise sobre o crédito”.<sup>27</sup> De Gregorio (2013, p. 4), por sua vez, aponta como um dos fatores principais que explicam a resiliência das economias da região perante a crise a consolidação de sistemas financeiros fortes e bem regulados, assim como “simples” em sua estrutura, nas principais economias latino-americanas.

Passando do mercado bancário aos mercados de capitais, a regulação na região seguiu também a tendência de incorporação dos padrões internacionais. Nesse caso, prevalece a preocupação com a proteção dos investidores e a governança corporativa. Da mesma forma que na regulação bancária, há a percepção de que existe uma assimetria entre os países grandes e médios e os pequenos. Por exemplo, o indicador de proteção a investidores minoritários,

27. “Higher ratios of capitalisation, liquidity and bank efficiency were factors that helped banks to better cope with the effects of the crisis on credit”.



calculado pelo Banco Mundial, para alimentar o *ranking* Doing Business,<sup>28</sup> evoluiu positivamente na América Latina entre 2006 e 2013 (Banco Mundial, 2013, p. 79). Persiste, entretanto, a divergência entre os países conforme seu tamanho. Excluindo a Venezuela, os países grandes e médios apresentaram um índice médio de 63,1 na proteção aos investidores em 2015, muito próximo à média dos países de alta renda da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), de 63,9. Os países pequenos apresentaram o índice médio 43,3, significativamente longe dos países desenvolvidos e inferior ao índice médio da África Subsaariana, de 44,7. Há que se reconhecer as limitações do indicador, porém, ele serve para ilustrar a discrepância na regulação do mercado de capitais entre os países da região.

Uma análise das regulações adotadas pelos países maiores, por sua vez, revela um processo de aproximação regulatória inédito, em especial, na téttrade Brasil, México, Colômbia e Peru. Larraín (2015, p. 4) sublinha que as regulações desses países:

convergiram em termos dos requisitos de oferta de e para transacionar valores mobiliários estrangeiros e ainda mantêm restrições para o investimento em valores mobiliários estrangeiros, mas dentro de margens razoáveis. Os padrões de proteção aos investidores minoritários melhoraram e convergiram e o mesmo ocorreu com os detentores de dívidas.<sup>29</sup>

Nesse sentido, é possível afirmar que o processo de aprimoramento regulatório vivenciado ao longo da década de 2000 criou condições facilitadoras da integração financeira regional, em particular, entre a téttrade de países mencionada. Ainda que a harmonização não seja perfeita, a convergência dos requerimentos regulatórios na região, no sentido de um arcabouço comum, facilita a coordenação e a cooperação entre as autoridades dos países mencionados, em especial, na estruturação de acordos que tornem mais simples o registro de emissores e a oferta de ativos em nível regional. Cabe frisar, contudo, que os países menores se mantêm à margem desse processo, e a assimetria presente é barreira para sua integração aos demais.

28. O *ranking* Doing Business leva em consideração questões regulatórias como a divulgação de informações aos acionistas, a presença de regras de conflito de interesses, a amplitude dos direitos dos acionistas minoritários, entre outros aspectos de governança corporativa. Para mais informações, ver: <<http://www.doingbusiness.org/methodology/protecting-minority-investors>>.

29. "*Han ido convergiendo en términos de requisitos de oferta de y para transar valores extranjeros, quedan restricciones a la inversión en valores extranjeros pero dentro de márgenes razonables, los estándares de protección a los inversionistas minoritarios han ido mejorando y convergiendo y lo mismo pasa con los tenedores de deuda*".

### 3.6 Fatores políticos

O último elemento de influência na integração financeira aqui elencado é de cunho político. Numa primeira aproximação, os fatores políticos vigentes na primeira década dos anos 2000 parecem ter sido positivos para as perspectivas de integração financeira regional latino-americana. O período é marcado pela eleição de candidatos considerados de “esquerda” em diversos países da região, inaugurando o que alguns autores chamaram de onda rosa: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, El Salvador, Equador, Nicarágua, Paraguai, Uruguai e Venezuela (Silva, 2015).

A maior aproximação do ponto de vista ideológico tendeu a favorecer a agenda integracionista, em prol do estreitamento dos laços regionais. A esquerda latino-americana, contudo, apresenta diferentes matizes, por exemplo, com Chile e Venezuela em extremos opostos (Levitsky e Roberts, 2011). Ainda assim, é possível considerar que as possibilidades de diálogo e de construção de uma trajetória compartilhada de coordenação e cooperação foram facilitadas. Como apontam explicitamente Bértola e Ocampo (2015, p. 273; grifo nosso): “a área em que a esquerda tem se mostrado mais claramente em acordo é em sua enfática rejeição dos tratados de livre comércio e seu *apoio à integração regional*”.

O engavetamento da proposta de Área de Livre Comércio das Américas (Alca), em 2005, processo no qual o Brasil exerceu proeminente liderança, ilustra a busca por maior autonomia regional. Os blocos locais e a ampliação de relações bilaterais intrarregionais se colocaram como alternativas. Em especial, destacam-se o reforço do Mercosul, com a admissão da Venezuela e o início do processo para integração da Bolívia ao bloco, e, mais recentemente, a estruturação da Aliança do Pacífico.

No Mercosul, o projeto integracionista avançou especialmente na sua face comercial.<sup>30</sup> A despeito do ambiente político teoricamente favorável, entretanto, a integração financeira encontrou barreiras. Em 1997, o Protocolo de Montevideu estabeleceu um Plano de Ação para Liberalização dos Serviços, posteriormente ratificado em 2005, mas com efeitos práticos limitados devido às raízes neoliberais do projeto de integração, que exigiram a revisitação das bases para o avanço da integração na região. Como aponta Belfrage (2013, p. 61),

as difíceis experiências de crises financeiras na América do Sul, e, em particular, no Cone Sul, alertaram contra abordar a integração financeira de forma leviana. Ao invés disso, as especificidades da esfera financeira urgem atenção especial e precaução. A preocupação acerca dos impactos sistêmicos de crises econômicas

---

30. Há que se registrar também os avanços na dimensão social, associados, por exemplo, ao Estatuto da Cidadania e ao Plano Estratégico de Ação Social. Ver Desiderá Neto e Penha (2016, p. 38-49) para mais detalhes.

transmitidas por meio do sistema financeiro foi tornada clara no Protocolo e no trabalho do Subgrupo de Trabalho 4 [Assuntos Financeiros] nos anos 2000.<sup>31</sup>

Isso ilustra que a convergência política é também importante para a definição do que se quer com o projeto de integração e quais formas ele deve tomar. Se, antes, o predomínio de grupos políticos afeitos ao neoliberalismo fez com que se definisse um projeto que previa uma ampla abertura e liberalização, sob a contrapartida de ampliar os riscos e as fragilidades financeiras, com a ascensão das esquerdas, buscou-se definir um projeto comum mais balanceado no Mercosul, que pesasse também as potenciais vulnerabilidades da liberalização dos serviços financeiros.

Os maiores avanços na agenda de integração financeira do grupo ocorreram na área de cooperação técnica, com a regular reunião e o intercâmbio entre os bancos centrais e as comissões de valores dos membros. Avançou-se também nas discussões sobre os padrões mínimos de regulação e supervisão bancárias. O processo de adoção de Basileia II foi acompanhado de perto pelo subgrupo de trabalho 4, sobre assuntos financeiros. Outras iniciativas, porém, foram engavetadas, como a criação de um marco para negociação de fundos de investimento na região e a harmonização mínima das regras de compensação e liquidação das operações do mercado de capitais (Mercosul, 2015).

Como uma rota alternativa de integração regional, já foi mencionada a iniciativa de criação do Mila, em 2011, por Chile, Colômbia e Peru, posteriormente, em 2014, incorporando o México. Os primeiros resultados do Mila não pareciam indicar o sucesso da iniciativa. Muito embora tenha sido criada uma infraestrutura com o propósito de integração, as transações realizadas e os volumes operados foram muito restritos. O movimento dos agentes privados, porém, notadamente as bolsas de valores dos países, foi encampado pela Aliança do Pacífico, uma iniciativa dos governos chileno, colombiano, mexicano e peruano para integração de seus países em várias frentes (comércio, serviços, pessoas etc.).<sup>32</sup>

Em julho de 2015, na reunião de Paracas, no Peru, a Aliança celebrou a criação de um conselho dos ministros da fazenda, sob o qual ficará a responsabilidade de

31. "The difficult experiences in South America, and in the Southern Cone in particular, of financial crises warned against taking financial integration lightly. Instead, the specificities of the financial realm urge special attention and precaution. The concern for systemic impacts of economic crises transmitted through the financial system was made clear in the Protocol and the work of the SWG4 in the 2000s".

32. Como destacam Torre, Ize e Schmukler (2012, p. 118): "As últimas décadas foram marcadas por diversas tentativas de integração regional das bolsas de valores ao redor do mundo. Recentemente, Chile, Colômbia e Peru chegaram a um acordo deste tipo, que foca na integração das funções de listagem, roteamento e execução de ordens. O acordo também promove esforços voltados para a convergência regulatória, mas não chega a prever sistemas comuns de liquidação e compensação".

definir e levar a cabo a agenda da integração financeira regional. Conforme a declaração, será uma das prioridades desse organismo:

identificar e coordenar iniciativas que permitam o fortalecimento e a consolidação do Mercado Integrado Latinoamericano (Mila), assim como dos mercados de capitais de forma geral. Neste contexto, serão implantadas medidas que alcancem o reconhecimento dos emissores em ofertas primárias nos quatro países. Também se buscará implantar medidas relativas à ampliação dos instrumentos negociáveis nos mercados dos Estados-membros em diferentes plataformas de negociação (Alianza del Pacífico, 2015).<sup>33</sup>

Além disso, são pontos de pauta o alinhamento do tratamento tributário, a ampliação do número de participantes de mercado, os fundos de pensão e a inclusão financeira.

Esses desenvolvimentos determinaram, portanto, dois eixos de integração financeira regional, situando em polos distintos os principais mercados financeiro e de capitais latino-americanos: Brasil e México. A iniciativa andina e mexicana ainda se encontra em estágio embrionário, porém conta com importante apoio político dos governos envolvidos. O Mercosul, mais “maduro” do ponto de vista do desenvolvimento institucional, encontra barreiras nas assimetrias presentes entre os países-membros na esfera financeira – reforçadas pela adesão de Venezuela e Bolívia –, o que, de um ponto de vista pragmático, limita o projeto integracionista.

A potencial criação de um caminho comum em termos de integração financeira regional depende, nesse contexto, da sobreposição dos dois eixos de integração e do estabelecimento de mecanismos de diálogo que possam gerar um projeto único. Nesse caso, os fatores políticos são determinantes, já que é a aproximação entre Brasil, México e os países andinos que pode obter sucesso na iniciativa. Tal movimento, contudo, só se justifica se for capaz de criar formas de conectar as esferas financeira e real, portanto, favorecendo o desenvolvimento desses países e, ao mesmo tempo, sustentar uma maior autonomia geopolítica da região.

#### 4 CONCLUSÃO: AVANÇOS, LIMITES E PERSPECTIVAS

Este artigo realizou uma avaliação da integração financeira regional latino-americana ao longo do período 2000-2014, levando em conta não só fatores econômicos, mas também elementos institucionais e políticos, considerados importantes para explicar a dinâmica evolutiva dos processos de integração financeira em geral. Os seis fatores – fatores macroeconômicos, orientação dos mercados,

---

33. “Identificar e coordinar iniciativas que permitan el fortalecimiento y la consolidación del Mercado Integrado Latinoamericano (Mila) así como de los mercados de capitales en forma más general. En este contexto, se implementarán medidas que logren el reconocimiento de emisores en ofertas primarias en los cuatro países. También se buscará implementar medidas tendientes a la ampliación de los instrumentos susceptibles de negociación en los mercados de los Estados Parte en distintas plataformas de intercambio”.

desenvolvimento financeiro, infraestrutura de mercado, regulação e alinhamento político –, analisados de forma segmentada na seção 3, contribuíram para construir uma imagem mais ampla do processo de integração financeira na região.

No período analisado, de modo geral, a integração financeira regional na América Latina se ampliou mediante o aumento dos negócios financeiros entre os países da região e por meio da convergência institucional dos países grandes quanto aos padrões de regulação. Respondendo às variáveis macroeconômicas, os fluxos intrarregionais de capitais se ampliaram, especialmente em direção à dupla Brasil e México. Houve também um processo generalizado de ampliação do desenvolvimento financeiro, especialmente, dos mercados de ações, que alimentou o processo de expansão dos negócios. Soma-se a isso a expansão regional de alguns bancos, em especial, brasileiros, chilenos e colombianos, estes últimos com clara estratégia de crescimento voltada para a América Central.

Como tendência geral, houve um aprimoramento das infraestruturas de mercado, assim como um processo de convergência da regulação financeira dos países aos padrões internacionais e de reforço dos padrões regulatórios locais. Em particular, no caso dos países grandes e médios, a regulação bancária e do mercado de capitais convergiu de forma inédita. Portanto, aponta-se a direção de mercados mais harmonizados. Por fim, o maior rigor regulatório se revelou um importante amortecedor dos impactos da crise financeira internacional de 2008-2009.

Esses processos se desenrolaram numa conjuntura política favorável à integração, porém crítica ao desenho dos projetos integracionistas da década de 1990, pautados na liberalização dos mercados de serviços financeiros. O Mercosul registrou um lento avanço na agenda de integração, focado na cooperação técnica entre os reguladores do bloco e na harmonização dos padrões regulatórios, com especial atenção à implementação de Basileia II. Gestou-se também um novo projeto de integração entre os países andinos e o México, sob a égide da Aliança do Pacífico, que trouxe recentemente o tópico da integração financeira para o topo da agenda governamental desses países.

Os avanços, portanto, não são desprezíveis. Devem, contudo, ser apropriadamente qualificados, já que o desenrolar do processo de integração manteve, ou mesmo criou, importantes barreiras à sua própria expansão. Quanto aos fatores macroeconômicos, as elevadas taxas de juros brasileiras criaram uma distorção importante, fazendo com que o Brasil competisse pelos fluxos de capitais internacionais e intrarregionais com os países de menor tamanho. Isso fez com que a expansão dos negócios financeiros transfronteiriços fosse extremamente concentrada no mercado brasileiro.

Ainda que tenham se expandido substancialmente, os fluxos intrarregionais de capitais ainda são muito pequenos se comparados aos fluxos internacionais vindos

dos países desenvolvidos para a região. Assim, o crescimento dos negócios deve ser relativizado. Quanto aos fluxos internacionais, eles se destinaram principalmente ao Brasil e ao México, concentrados, no primeiro caso, no mercado de ações e, no segundo, nos mercados de dívida e bancário. As conexões com os mercados externos e a orientação “para fora” desses mercados implicaram um aprofundamento financeiro com vulnerabilidade, em especial, no caso mexicano, como ilustrado pela crise financeira internacional de 2008-2009.

O desenvolvimento dos mercados de capitais apresentou forte assimetria entre países grandes e médios e países pequenos. Os países grandes, conectados com os centros financeiros globais, viram seus mercados se expandirem substancialmente. Já os mercados menores também vivenciaram uma expansão, porém se mantiveram relativamente isolados, sem que se verificasse maior aprofundamento dos laços financeiros com outros pares regionais.

A iniciativa de integração entre os mercados maiores que mereceu maior atenção, o Mila, embora recente, não obteve os resultados esperados a curto prazo, devido ao baixíssimo volume de transações com as ações dos países integrantes da iniciativa. Em parte, esse resultado pode ser atribuído à concentração da liquidez latino-americana no mercado acionário brasileiro (mais que três quartos do total), o que abre uma importante questão: com esse perfil de concentração da liquidez dos mercados de ações da região, é possível avançar numa estratégia de integração que prescindia do Brasil?

O padrão de assimetria entre países conforme seu tamanho também se reproduz para o desenvolvimento da infraestrutura de mercado e da regulação, o que também nos leva a relativizar o desenvolvimento enunciado. Como visto, houve avanços em todos os países, mas estes foram mais limitados no caso dos países pequenos, que ainda apresentam infraestrutura incipiente e padrões de regulação bancária e do mercado de capitais deficientes. Uma parcela desses países menores ainda não observa os padrões nucleares de Basileia, bem como apresenta regulações mais restritas no que tange à proteção dos investidores.

Concluindo a síntese dos elementos de limitação à integração da região, considera-se que o maior alinhamento político não foi suficiente para estimular a criação de um projeto comum na região. Com efeito, a despeito da “onda rosa”, diversos estilos políticos puderam ser observados, com projetos mais à esquerda, como o venezuelano, e mais à direita, como o chileno. Além disso, a criação da Aliança do Pacífico implica uma importante polarização, já que passa a constituir um projeto de integração financeira alternativo ao Mercosul. Nesse contexto, Brasil e México, as principais praças financeiras da região, se veem em eixos distintos da integração.

Os possíveis caminhos à frente da integração financeira regional latino-americana respondem diretamente aos limites estabelecidos e que foram anteriormente citados. No segmento bancário, as oportunidades abertas pelo novo ambiente regulatório pós-crise são singulares: a maior limitação às operações dos bancos americanos e europeus, seja pela via dos custos regulatórios, seja pela restrição efetiva (proibição de negócios proprietários), abre espaço para que grandes bancos regionais avancem sobre os países menores. Além da maior disponibilidade de recursos para financiamento, esse processo pode trazer importantes benefícios institucionais para os países pequenos caso se associe ao desenvolvimento da infraestrutura de mercado, em especial, dos sistemas de pagamentos locais, e à ampliação da resiliência dos sistemas bancários domésticos.

Do lado privado, esse possível caminho estratégico depende das condições de lucratividade dos mercados pequenos, nos quais a escala é restrita. O caso dos bancos colombianos parece ilustrar que há possibilidades reais para esse processo avançar. Isso mostra que, ao menos teoricamente, outros países da região têm capacidade de reproduzir esse caminho. Em especial, contudo, no caso brasileiro, que possui as maiores instituições financeiras da região, é menos provável que esse seja um caminho a ser seguido, devido às altas taxas de juros praticadas no país.

No caso dos mercados de capitais, o mercado de dívida corporativa, de largada, não parece ser uma via de integração factível: os mercados são essencialmente locais e restritos. Os mercados de ações apresentam potencial para integração, embora algumas questões devam ser pesadas. Inicialmente, cabe questionar onde os mercados pequenos entram nessa estratégia de integração dos mercados de ações. A questão-chave aqui é: por que integrar regionalmente, em vez de integrar diretamente com mercados mais desenvolvidos?<sup>34</sup> Os custos transacionais podem se reduzir e as economias de escala poderão ser exploradas em nível regional, contudo, não há nada que garanta que essas vantagens superem a integração direta com os mercados desenvolvidos, como ilustram as experiências brasileira e mexicana. Deve-se pesar, nesse caso, a possibilidade de desenvolvimento institucional dada pela integração regional e a blindagem contra possíveis choques externos (nesse caso, a correlação do comportamento dos países latino-americanos, ainda que nem sempre homogênea, contribui para este panorama). Além disso, há um componente político, não tão explícito, referente à maior integração regional.

No caso dos países grandes, essa principal questão já foi adiantada. Questionou-se se seria possível avançar numa estratégia bem-sucedida de integração dos mercados de ações da região que prescindisse do mercado brasileiro. A análise realizada na seção 3 indica que a resposta a essa pergunta é que, a curto e

---

34. Torre, Gozzi e Schmukler (2007) desenvolveram, originalmente, este questionamento.

a médio prazo, é pouco provável que o Mila avance sem a participação do Brasil, afinal, a liquidez está fortemente concentrada no mercado brasileiro.

Uma estratégia possivelmente profícua nesse caso seria a aproximação entre o Brasil e a Aliança do Pacífico, diretamente ou por meio do Mercosul, com fins de traçar um caminho comum em termos de integração regional. A sobreposição dos dois eixos, Brasil e México, parece ser a estratégia mais relevante para abrir espaço para um processo de integração regional mais profundo, que viesse acompanhado de maior autonomia política da região.

Essa aproximação, entretanto, esbarra em importantes fatores políticos, como os diferentes estilos de desenvolvimento adotados pelos governos dos países andinos, México e Brasil, e as distintas abordagens à política externa – cabendo lembrar que o México integra o Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (North American Free Trade Agreement – Nafta). De qualquer maneira, a construção de um diálogo nesse âmbito é de suma importância. Ainda que não se consiga definir um norte comum, o estabelecimento de mecanismos de coordenação e cooperação regional mais efetivos poderá trazer importantes dividendos políticos para esses países.<sup>35</sup>

Nesse contexto, os potenciais ganhos da integração financeira regional latino-americana não devem ser restritos à esfera financeira ou econômica. O desenvolvimento dos sistemas financeiros da América Latina por meio da integração regional, em termos institucionais e em profundidade, é, sim, um objetivo importante, principalmente se o projeto concebido alcançar êxito em ampliar a funcionalidade dos sistemas locais ao desenvolvimento econômico da região. Pode-se, inclusive, questionar sobre que projeto idealmente deveria ser seguido para alcançar esse objetivo – esse tema, no entanto, transcende o escopo deste artigo. Soma-se a ele, contudo, em importância, a aproximação política dos blocos e países da região que pode ser engendrada por esse processo de integração, como mostra a experiência recente da Aliança do Pacífico. Em um mundo crescentemente financeirizado, que a questão da integração financeira ao menos sirva para reforçar o sentimento de identidade regional, abrindo espaço para pensar uma América Latina integrada e mais independente, em linha com os ideais originais de Raúl Prebisch e da Cepal.

---

35. Sobre os mecanismos em vigor, ver Ocampo (2016, p. 181-208). Sobre as possibilidades e consequências associadas a estes mecanismos, ver Titelman e Caldentey (2016, p. 209-258).



## REFERÊNCIAS

- 2014 cerró con más compras que ventas de extranjeros en BVC. **Dinero**, Bogotá, 14 enero 2015. Disponível em: <<http://www.dinero.com/inversionistas/articulo/participacion-extranjeros-mercado-accionario-colombia-2014/204687>>.
- ABIAD, A.; MODY, A. Financial reform: what shakes it? what shapes it? **American Economic Review**, Pittsburgh, v. 95, n. 1, p. 66-88, 2005.
- ADJAOUTÉ, K.; DANTHINE, J.-P. European financial integration and equity returns: a theory-based assessment. *In*: GASPARD, V. *et al.* **The transformation of the European financial system**. Frankfurt: Banco Central Europeu, 2003.
- ALIANZA DEL PACÍFICO. **Declaración de Paracas**. Paracas: Alianza del Pacífico, jul. 2015.
- AYUSO, J.; BLANCO, R. **Has financial market integration increased during the nineties?** Madrid: Servicio de Estudios, Banco de España, 1999. (Documento de Trabajo, n. 9923).
- BAELE, L. *et al.* **Measuring financial integration in the euro area**. Frankfurt: ECB, Apr. 2004. (Occasional Papers Series, n. 14).
- BANCO CENTRAL DA ARGENTINA. **Régimen de metas de inflación en Argentina**. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina, sept. 2016. Disponível em: <[http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa\\_comunicacion/Metas\\_de\\_inflacion26092016.PDF](http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF)>.
- \_\_\_\_\_. **Informe de política monetaria**. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina, abr. 2017. Disponível em: <[http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/Presentacion\\_IPOM\\_abril\\_2017\\_web.pdf](http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/Presentacion_IPOM_abril_2017_web.pdf)>.
- BANCO CENTRAL EUROPEU. **Financial integration in Europe**: April 2014. Frankfurt: Banco Central Europeu, 2014.
- BANCO MUNDIAL. **Reforming payments and securities settlement systems in Latin America and the Caribbean**. Washington: Banco Mundial, 2007.
- \_\_\_\_\_. Protecting investors. *In*: **Doing Business 2013**, p. 77-80, 2013.
- BELFRAGE, C. **Challenges for strengthening Mercosul financial integration – lessons from the European experience**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2013.
- BÉRTOLA, L.; OCAMPO, J. A. **O desenvolvimento econômico da América Latina desde a independência**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.
- BIELSCHOWSKY, R. Cinquenta anos de pensamento na Cepal – uma resenha. *In*: BIELSCHOWSKY, R. (Org.). **Cinquenta anos de pensamento na Cepal**, v. 1, Rio de Janeiro: Record, 2000, p. 13-68.

\_\_\_\_\_. Sesenta años de la CEPAL: estructuralismo y neoestructuralismo. **Revista de la Cepal**, Santiago, n. 97, p. 173-194, abr. 2009.

BOLAÑOS, E. *et al.* Emerging markets integration in latin america (Mila) Stock market indicators: Chile, Colombia, and Peru. **Journal of Economics, Finance and Administrative Science**, Amsterdam, v. 20, n. 39, p. 74-83, 2015.

BORIO, C.; DISYATAT, P. **Global imbalances and the financial crisis: link or no link?** Basileia: BIS, 2011. (Working Papers, n. 346).

\_\_\_\_\_. **Capital flows and the current account: taking financing (more) seriously.** Basileia: BIS, 2015. (Working Papers, n. 525).

CÁRDENAS, M. **Latin America, the global financial crisis and the velocity of business.** *In:* ECONOMIST'S ANNUAL CONFERENCE ON LATIN AMERICA PRIVATE EQUITY, 11., 2009, Miami, Florida. Miami: [s.n.], 2009. Disponível em: <<https://www.brookings.edu/on-the-record/latin-america-the-global-financial-crisis-and-the-velocity-of-business/>>.

CEPAL – COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE. **El mercado común latinoamericano.** Lomas De Chapultepec: Naciones Unidas, 1959.

\_\_\_\_\_. El regionalismo abierto en América Latina y el Caribe: la integración económica al servicio de la transformación productiva con equidad. **Libros de la Cepal**, Santiago, n. 39, 1994.

\_\_\_\_\_. América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial. **Libros de la Cepal**, Santiago, n. 40, 1995.

CERVO, A. L.; RAPOPORT, M. **História do Cone Sul.** 2. ed. Brasil: Revan, 2015.

CGFS – COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM. **EME banking systems and regional financial integration.** Basileia: CGFS; BIS, 2014. (CGFS Papers, n. 51).

CHINN, M. D.; ITO, H. A new measure of financial openness. **Journal of Comparative Policy Analysis**, v. 10, p. 309-322, 2008.

COMISSÃO EUROPEIA. **Banking union: restoring financial stability in the eurozone.** Bruxelas: Comissão Europeia, 2014a.

\_\_\_\_\_. **The European Union explained: banking and finance.** Bruxelas: Comissão Europeia, 2014b.

\_\_\_\_\_. **Building a capital markets union.** Bruxelas: Comissão Europeia, 2015.

COMITÊ DE BASILEIA. **Core principles for effective banking supervision.** Basileia: Comitê de Basileia; BIS, 2006.

CORAZZA, G. O “regionalismo aberto” da Cepal e a inserção da América Latina na globalização. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 27, n. 1, p. 135-152, maio 2006.

CPMI-IOSCO – COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES-INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Principles for financial market infrastructures**. Basileia: CPMI; Madrid: IOSCO, 2012.

\_\_\_\_\_. **Implementaion monitoring of PFMI**s: second update to Level 1 assessment report. Basileia: CPMI; Madrid: IOSCO, 2015.

DE GREGORIO, J. **Resilience in Latin America**: lessons from macroeconomic management and financial policies. Washington: IMF, Dec. 2013. (Working Paper, n. 13/259).

DESIDERÁ NETO, W. A.; PENHA, B. As regiões de fronteira como laboratório da integração regional no Mercosul. **Boletim de Economia e Política Internacional**. Brasília: Ipea, n. 22, jan./abr. 2016.

DIDIER, T.; MORETTI, M.; SCHMUKLER, S. **The changing patterns of financial integration in Latin America**. Washington: Banco Mundial, 2015. (Policy Research Working Paper, n. 7190).

DIDIER, T.; SCHMUKLER, S. **Financial development in Latin America and the Caribbean**: stylized facts and the road ahead. Washington: Banco Mundial, 2013. (Policy Research Working Paper, n. 6582).

\_\_\_\_\_. **Emerging issues in financial development**: lessons from Latin America. Washington: Banco Mundial, 2014.

DOMANSKI, D. **Foreign banks in emerging market economies**: changing players, changing issues. Basle: BIS, Dec. 2005.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Latin America**: new challenges to growth and stability. Washington: FMI, 2014a.

\_\_\_\_\_. **Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions**: 2014. Washington: FMI, 2014b.

FRENKEL, R.; RAPETTI, M. **A concise history of exchange rate regimes in Latin America**. Washington: Center for Economic and Policy Research, Apr. 2010.

GALINDO, A.; IZQUIERDO, A.; ROJÁS-SUAREZ, L. **Financial integration and foreign banks in Latin America**: how do they impact the transmission of external financial shocks? Washington: Inter-American Development Bank, 2010. (Working Paper Series, n. IDB-WP-116).

- GOLDMAN SACHS. **Top of Mind**. New York: Goldman Sachs, Global Macro Research, n. 37, Aug. 2015.
- HAMMOND, G. **State of the art of inflation targeting – 2012**. London: Centre for Central Banking Studies; Bank of England, 2012. (Handbook, n. 29).
- HERMANN, J.; MARTINS, N. M. Mercado de ações no Brasil: o perfil de risco da expansão de 2004-2011. **Análise Econômica**, Porto Alegre, n. 58, p. 87-120, 2012.
- HEYSEN, S.; AUQUI, M. Recent trends in banking supervision in Latin America and the Caribbean. *In*: DIDIER, T.; SCHMULKER, S. (Eds.). **Emerging issues in financial development: lessons from Latin America**. Washington: Banco Mundial, 2014.
- JIMENEZ, L.; MANUELITO, S. Latin America: financial systems and financing of investment. Diagnostics and proposals. **Revista da Cepal**, Santiago, n. 103, Apr. 2011.
- KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience, **Cambridge Journal of Economics**, Oxford, v. 39, n. 5, 2014.
- KAMIL, H.; RAI, K. **The global credit crunch and foreign banks' lending to emerging markets: why did Latin America fare better?** Washington: FMI, Apr. 2010. (Working Paper, n. 10/102).
- KOSE, M.; PRASAD, E.; TAYLOR, A. **Thresholds in the process of international financial integration**. Cambridge: NBER, 2009. (Working Paper, n. 14916).
- KOSE, M.; PRASAD, E.; TERRONES, M. **Financial integration and macroeconomic volatility**. Washington: FMI, 2003. (Staff Papers, v. 50).
- KOSE, M. *et al.* **Financial globalization: a reappraisal**. Washington: FMI, Aug. 2006. (Working Paper, n. 06/189).
- LANE, P.; MILESI-FERRETTI, G. M. **International financial integration**. Washington: FMI, 2003. (Staff Papers, v. 50).
- LARRAÍN, G. **Integración financiera en América Latina: realidades, desafíos y propuestas estratégicas**. São Paulo: BRAIN, 2015.
- LEVITSKY, S.; ROBERTS, K. **The resurgence of the Latin American left**. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 2011.
- LEVY-YEYATI, E.; WILLIAMS, T. Financial globalization in Latin America and the Caribbean: myth, reality, and policy matters. *In*: DIDIER, T.; SCHMULKER, S. (Eds.). **Emerging issues in financial development: lessons from Latin America**. Washington: Banco Mundial, 2014.

MERCOSUL – MERCADO COMUM DO SUL. **Cuadro de avances del SGT-4**. Montevideú: Mercosul, 2015. Disponível em: <[http://sgt4.bcb.gov.br/pt-br/Documents/Cuadro\\_Avances\\_Concluidas\\_02\\_2014.pdf](http://sgt4.bcb.gov.br/pt-br/Documents/Cuadro_Avances_Concluidas_02_2014.pdf)>.

MODY, A.; MURSHID, A. Growing up with capital flows. **Journal of International Economics**, Amsterdã, v. 65, p. 249-266, 2005.

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

MONTORO, C.; ROJAS-SUAREZ, L. **Credit at times of stress: Latin American lessons from the global financial crisis**. Basle: BIS, Feb. 2012. (Working Papers, n. 370).

OCAMPO, J. A. La cooperación financiera regional en América Latina. *In*: CEPAL – COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE *et al.* **Desarrollo e integración en América Latina**. Santiago: CEPAL, 2016. p. 181-208.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Chile**: review of the financial system. Paris: OECD, Oct. 2011.

PAULA, L. F. **Banking internationalisation and the expansion strategies of European banks to Brazil during the 1990s**. Vienna: Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, 2002.

PREBISCH, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus principais problemas. *In*: BIELSCHOWSKY, R. (Org.). **Cinquenta anos de pensamento na Cepal**. Rio de Janeiro: Record, 2000. v. 1, p. 69-136.

QUINN, D.; SCHINDLER, M.; TOYODA, M. Assessing measures of financial openness and integration. **Economic Review**, Washington, v. 59, n. 3, p. 488-522, 2011.

SILVA, F. P. Onda rosa latino-americana: uma tipologia. **Latinoamerica: Integração & Desenvolvimento**, Foz do Iguaçu, v. 1, n. 1, nov. 2015.

STILLMAN, A. Foreign investors snap up Mexican bonds. **Financial Times**. Londres, 6 de agosto de 2015.

TITELMAN, D.; CALDENTY, E. P. Los espacios de cooperación e integración financiera regional en un mundo posterior a la crisis. *In*: CEPAL – COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE *et al.* **Desarrollo e integración en América Latina**. Santiago: CEPAL, 2016. p. 209-258.

TORRE, A.; GOZZI, J.; SCHMUKLER, S. Stock market development under globalization: whither the gains from reforms? **Journal of Banking and Finance**, Amsterdá, v. 31, n. 6, p. 1731-54, 2007.

TORRE, A.; IZE, A.; SCHMUKLER, S. **Financial development in Latin America and the Caribbean: the road ahead**. Washington: Banco Mundial, 2012.

TORRES FILHO, E.; MACAHYBA, L. **Long term corporate financing in Brazil: is Brazil becoming 'normal'?** Rio de Janeiro: Multidisciplinary Institute for Development and Strategies, 2015. (Discussion Papers, n. 02).