

MECANISMOS REGIONAIS DE LIQUIDEZ EM PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO*

Gustavo Rojas de Cerqueira César**

Este trabalho busca avaliar como um mecanismo de cooperação financeira regional poderia reduzir a vulnerabilidade externa de um grupo de países, complementando as linhas de defesa existentes na esfera multilateral e ofertando recursos a tempo de impedir o agravamento de uma crise de liquidez. Uma estratégia cooperativa poderia, teoricamente, otimizar o custo de manutenção das reservas internacionais dos países-membros, compartilhando os custos fiscais e os ganhos de escala. Este mecanismo também poderia canalizar recursos para o desenvolvimento financeiro e promover uma ampliação das transações em moeda local. São analisadas duas modalidades de mecanismos: o fundo de reservas (*reserve pooling*), representado pelo Fundo Latino-Americano de Reservas (Flar); e os mecanismos de *swap* de moedas, com destaque para a Iniciativa Chiang Mai, principal exemplo de acordo regional de *swap*. A estabilidade econômica é um objetivo cada vez mais valorizado na América do Sul. Uma maior coordenação econômica regional constitui um requisito fundamental para a obtenção desta estabilidade. Um mecanismo de cooperação que envolva todos os países da região poderia dar voz e responsabilidade política a todos.

Palavras-chave: regionalismo financeiro; cooperação financeira; reservas internacionais; crise de balanço de pagamentos; fundo de reservas; *swaps* de moedas; FMI.

REGIONAL LIQUIDITY MECHANISMS IN DEVELOPING COUNTRIES'

The present work aims to evaluate how a mechanism for regional financial cooperation could reduce the external vulnerability of a group of countries, complementing the existing lines of defense in the multilateral sphere and offering resources in time to prevent the worsening of a liquidity crisis. A cooperative strategy could theoretically optimize the maintenance cost of international reserves of member countries, sharing the fiscal costs and economies of scale. This mechanism could also channel resources to promote financial development and expansion of transactions in local currency. We analyze two types of mechanisms: the reserve fund (*reserve pooling*), represented by the Latin American Fund of Reserves (FLAR) and the currency swap mechanisms, especially the Chiang Mai Initiative, the main example of a regional agreement swap. Economic stability is a goal increasingly valued in South America. Greater regional economic coordination is a prerequisite to achieve this stability. A cooperation mechanism involving all countries in the region could give voice and political accountability to all.

Keywords: financial regionalism; financial cooperation; international reserves; balance of payments crisis; reserve fund; currency swaps; IMF.

JEL: F33; F50.

Rev. Tempo do Mundo, 4 (3): 97-152 [2012]

* Artigo baseado em dissertação apresentada para a obtenção do título de mestre em relações econômicas internacionais pela Faculdade Latino-Americana de Ciências Sociais (Flacso) da Argentina. As opiniões expressas neste artigo são pessoais e não refletem necessariamente a posição oficial do Ministério das Relações Exteriores (MRE).

** Pesquisador do Centro de Análise e Difusão da Economia Paraguaia (CADEP) e assessor do Setor Econômico e Financeiro da Embaixada do Brasil em Buenos Aires.

i. *The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's publishing department.*

As versões em língua inglesa das sinopses desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.

1 INTRODUÇÃO

No início de 2008, o Banco Central do Brasil (BCB) anunciou, pela primeira vez na sua história, que o governo brasileiro havia se tornado credor internacional. Desde então, duplicaram-se as reservas internacionais brasileiras, alcançando mais de US\$ 370 bilhões. Assim como o Brasil, durante a última década, os demais países da América do Sul vêm registrando um expressivo crescimento de suas reservas internacionais, acompanhado da redução do endividamento público externo. Durante este período, os países da região buscaram saldar suas dívidas com os organismos financeiros internacionais, particularmente com o Fundo Monetário Internacional (FMI), buscando contar com um maior grau de autonomia na execução de suas políticas econômicas, livres das condicionalidades de política associadas aos créditos tomados junto a estas instituições.

Após as diversas crises financeiras enfrentadas durante os anos 1990, a maior parte dos países da região abandonou os regimes de câmbio fixo ou quase fixo e iniciou o século XXI com um regime cambial mais flexível, de “flutuação administrada”. Esta mudança permitiu que as autoridades monetárias da América do Sul respondessem mais ágil e eficazmente diante da instável economia mundial, intervindo no mercado cambial com o objetivo de manter uma taxa de câmbio mais competitiva. Conjuntamente, a substancial melhora dos termos de troca da região com o mundo fomentou a recuperação e ampliação da atividade econômica e do investimento, acompanhada pelo fortalecimento do saldo da conta-corrente (Ocampo, 2007). Soma-se a estes fatores a longa permanência das taxas de juros dos países desenvolvidos em níveis muito baixos, tendência acentuada com a crise internacional, fomentando o ingresso de capitais nos países em desenvolvimento em busca de rendimentos comparativamente superiores. Tanto a melhora nos termos de troca como o diferencial de taxas de juros e perspectivas de crescimento oferecidas vêm elevando as pressões para a manutenção da competitividade da taxa de câmbio das moedas sul-americanas mediante a retirada do excesso de liquidez do mercado, ampliando o volume das reservas internacionais.

Esses fatores promoveram uma redução da vulnerabilidade externa da América do Sul, um dos pilares para a promoção de um processo de crescimento econômico estável. Nesse contexto, o crescimento do volume das reservas internacionais vem atuando como um autossseguro contra a saída repentina de capitais e eventuais ataques especulativos às moedas nacionais. Assim, reduz-se a probabilidade de que os países devam recorrer a empréstimos de emergência, desvalorizações competitivas e contrações da atividade econômica como forma de ajustar as contas do balanço de pagamentos, eventos correntes em décadas passadas. Entretanto, os elevados níveis de reservas dos países sul-americanos também poderiam ser uma consequência do subdesenvolvimento de seus mercados financeiros, evidenciado pela significativa distância existente entre o produto interno

bruto (PIB) *per capita* e o nível de desenvolvimento financeiro da América do Sul, em comparação com outras regiões do mundo (Fanelli, 2008).

A acumulação de reservas internacionais possui um elevado custo fiscal e, frente à crescente magnitude dos fluxos financeiros, pode mostrar-se ser um mecanismo insuficiente. A possibilidade de ter acesso a recursos adicionais permitiria fortalecer a capacidade de resposta dos países no enfrentamento da volatilidade financeira, reduzindo a probabilidade de crises e ampliando as ferramentas disponíveis para alcançar um crescimento econômico mais estável.

A busca pela otimização da escala de utilização dos recursos e diversificação do risco indicariam que a esfera multilateral seria a mais adequada para a construção de mecanismos de financiamento de crises de balanço de pagamentos. Entretanto, o notório déficit de legitimidade do FMI, expresso em uma distribuição de votos que cristaliza a sub-representação dos países em desenvolvimento, assim como a lembrança de duras e equivocadas condicionalidades impostas a estes países, fomenta fortes questionamentos quanto à forma de atuação do organismo. Além disso, a experiência mostra que o crédito de emergência concedido pelo FMI provoca a estigmatização do país solicitante pelo mercado financeiro e que o prolongado período entre a negociação e a liberação dos recursos reduz significativamente sua eficácia. Finalmente, os recursos concedidos pelo FMI encontram-se extremamente concentrados ao longo de um pequeno número de países considerados *mercados emergentes de importância sistêmica*. Alguns trabalhos também indicam que os empréstimos dos bancos multilaterais de desenvolvimento são reduzidos justamente durante os momentos de crise, não desempenhando seu alegado papel contracíclico (Perry, 2009). A estabilidade do financiamento é um requisito fundamental para o êxito de qualquer estratégia de desenvolvimento. Estes fatos põem em dúvida a funcionalidade de contar apenas com a oferta de financiamentos multilaterais no enfrentamento de crises de balanço de pagamentos.

Essas limitações levaram diversos analistas a explorar com maior atenção a esfera regional como espaço de promoção da cooperação financeira. As funções desempenhadas por um mecanismo regional não devem necessariamente limitar-se à concessão de crédito de emergência. A coordenação de políticas econômicas em torno de objetivos comuns seria um interessante valor agregado destas instituições para a integração econômica regional. A promoção da emissão de títulos em moeda local e o acesso a créditos com taxas de juros mais favoráveis que aquelas obtidas isoladamente por um país são fronteiras pouco exploradas, que poderiam desempenhar um papel preventivo relevante contra eventuais crises de liquidez. Estas possibilidades podem constituir importantes incentivos adicionais para a construção de um mecanismo regional de liquidez.

Recentes transformações respaldam a necessidade de uma maior atenção para com os mecanismos financeiros regionais. Durante a última década, a América do Sul apresentou uma taxa de crescimento média anual das exportações intrarregionais de 10,6%, praticamente a metade do ritmo de expansão das exportações à China (19,1%) (Cepal, 2010). A ampliação das vendas à Ásia contribuiu significativamente para a manutenção de saldos de conta-corrente positivos e para a redução da vulnerabilidade externa, mas tornou o setor externo dos países da América do Sul mais susceptível às oscilações das cotações das *commodities*, cujos valores são negociados em mercados financeiros localizados fora da região. A reprimarização das exportações vem sendo acompanhada pela perda de dinamismo das exportações industriais e sua crescente concentração no espaço regional.¹ Paralelamente, a conformação da União de Nações da América do Sul (Unasul), particularmente a partir do seu Conselho de Ministros de Economia e Finanças, busca estimular a convergência institucional dos instrumentos de cooperação econômica e financeira do Mercado Comum do Sul (Mercosul) e da Comunidade Andina de Nações (CAN), bem como a criação de novos instrumentos comuns. Por fim, a participação da Argentina e do Brasil no G20 financeiro, consolidado após o início da crise internacional como o principal fórum de negociação da reforma da arquitetura financeira mundial, vem demandando um maior protagonismo de ambos os países em iniciativas de cooperação financeira, tanto regional como multilateral.

O objetivo deste trabalho é avaliar como a cooperação financeira regional pode reduzir a vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento, particularmente dos países da América do Sul. Um sistema de cooperação regional, para os propósitos deste trabalho, consiste em um acordo entre países para conformar um fundo de reservas ou mecanismos de *swap* de moedas para mitigar os efeitos adversos provocados por crises de liquidez. Este sistema teria como objetivos centrais: *i*) complementar as linhas de crédito disponíveis no sistema multilateral (FMI); *ii*) reduzir a propagação regional de crises por contágio; e *iii*) promover a integração financeira regional por meio de instrumentos com características contracíclicas. A construção de um mecanismo regional com este formato daria aos países-membros condições de participar diretamente na gestão da entidade, permitindo que assumissem responsabilidades superiores àquelas possuídas na esfera multilateral.

O artigo buscará abordar os meios pelos quais a cooperação financeira regional poderia mitigar a ocorrência de crises de liquidez. Posteriormente, se descreverá a emergência do processo de acumulação de reservas internacionais, bem como serão revistos seus principais custos e benefícios. Serão detalhadas as principais características

1. A título de exemplo, segundo dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), em 2011, a América Latina foi destino de 45% do total das exportações brasileiras de produtos manufaturados; em 2004, a região respondia por 35% do total das exportações brasileiras de manufaturados. Para mais informações estatísticas sobre o comércio exterior brasileiro, ver : <<http://www.mdic.gov.br/sitio/internal/interna.php?area=5&menu=2477&refr=576>>.

e requisitos dos mecanismos de *swap* de moedas e fundo de reservas. Finalmente, serão analisados os dois principais casos de sistemas de cooperação financeira regional para auxílio de liquidez entre países em desenvolvimento, a Iniciativa Chiang Mai (ICM), na Ásia, e o Fundo Latino-Americano de Reservas (Flar), na América do Sul.

2 A NOVA INSERÇÃO ECONÔMICA DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

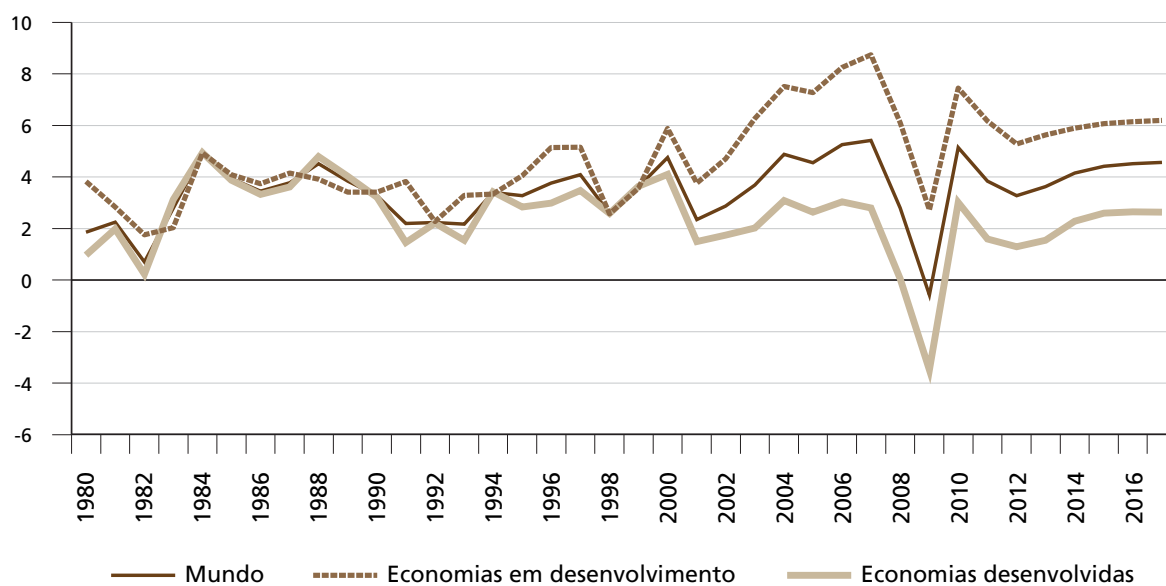
2.1 A mudança do regime cambial

Durante os anos 1980 e 1990, os ciclos de crescimento dos países em desenvolvimento apresentavam uma elevada correlação com o ritmo de expansão das economias desenvolvidas. Superadas graves e frequentes crises financeiras entre os países em desenvolvimento, esta correlação vem apresentando uma notória redução. Desde o início da década de 2000, nota-se que as economias em desenvolvimento vêm apresentando taxas de crescimento superiores às das economias desenvolvidas, contribuindo crescentemente para o desempenho da economia mundial.

GRÁFICO 1

Crescimento do PIB: mundo e grupos de países (1980-2016)

(Em %)



Fonte: IMF (2012).

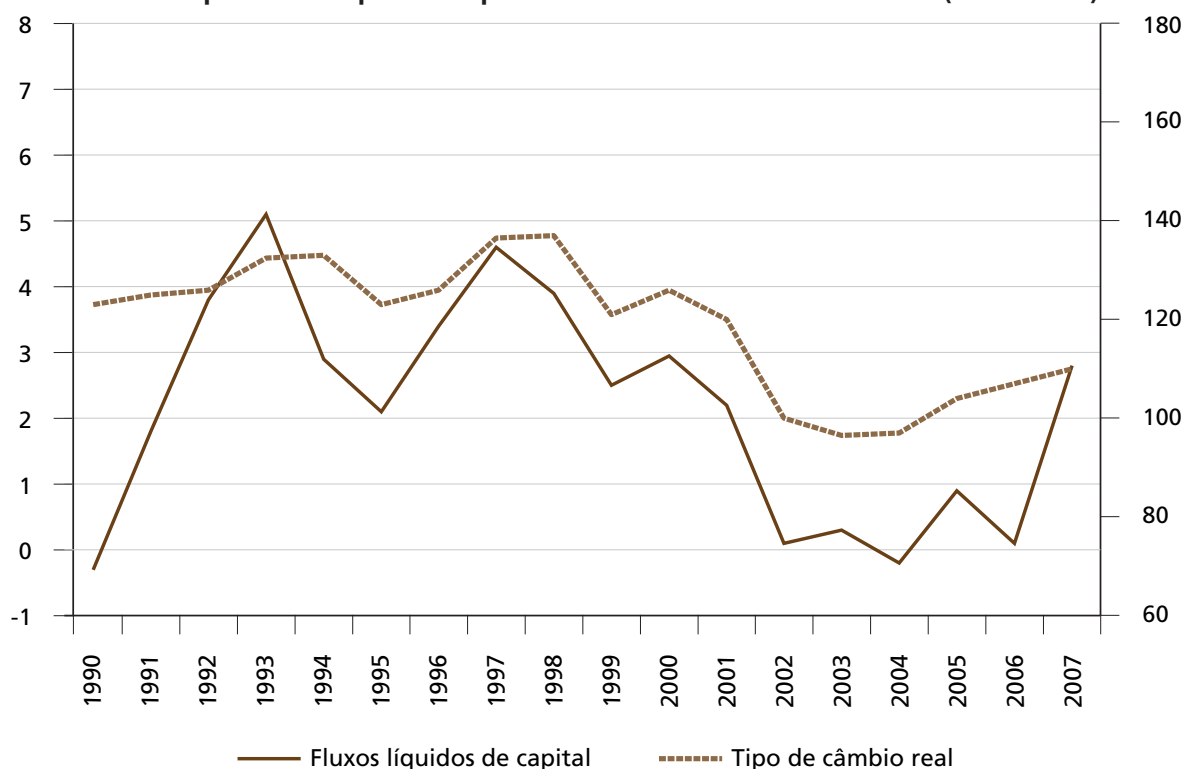
A melhora do desempenho das economias em desenvolvimento está intimamente relacionada com as mudanças nas políticas macroeconômicas aplicadas, particularmente a partir da crise asiática. Os elevados custos econômicos e sociais das crises enfrentadas durante os anos 1990 levaram a um abandono dos regimes cambiais extremistas, sejam os regimes de câmbio fixo ou quase-fixo (*hard* ou *soft pegs*), utilizados amplamente como “âncoras” de sustentação dos programas de estabilização de preços implementados nos países em desenvolvimento, seja a manutenção da flutuação cambial livre de intervenções da autoridade monetária.

Esses países migraram para um regime cambial intermediário mais flexível, geralmente denominado de “flutuação administrada” ou “suja” (Gosh e Ostry, 2009). A ausência de compromissos com relação à taxa de câmbio no novo regime ofereceu a estas economias uma valorada flexibilidade para ajustarem-se aos choques externos sem gerar elevados custos de perda de reputação da autoridade monetária. O novo regime também eliminou incentivos para que os especuladores continuassem apostando em apenas um sentido no mercado cambial, levando-os a assumir o risco cambial. Estas medidas, acompanhadas do fortalecimento das medidas prudenciais e do desenvolvimento de mercados financeiros em moeda local, provocaram uma menor exposição das carteiras dos países em desenvolvimento às variações cambiais, reduzindo a vulnerabilidade de seus sistemas financeiros aos choques externos e elevando a eficiência da política monetária.

Ao compatibilizar a flexibilidade cambial com as intervenções de compra e venda de divisas da autoridade no mercado cambial, os regimes de flutuação cambial administrada permitiram uma importante melhora nos níveis da taxa de câmbio real, impulsionando o crescimento econômico dos países da América Latina. Como se pode notar no gráfico 2, a elevação do ritmo de crescimento das economias foi acompanhada pela queda da relevância dos fluxos de capitais internacionais com relação ao PIB regional.

GRÁFICO 2

Fluxos líquidos de capitais e tipo de câmbio real – América Latina (1990-2007)



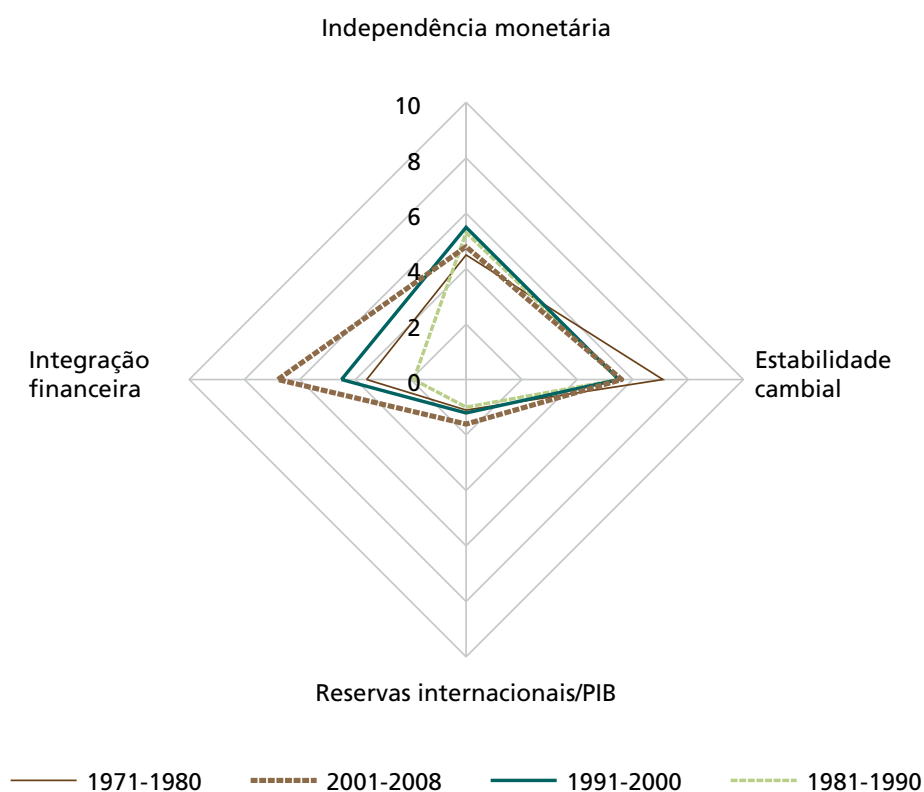
Fonte: Ffrench-Davis (2009).

Dessa forma, muitas das economias em desenvolvimento, que se caracterizavam como receptoras líquidas de poupança externa, passaram a gerar superávits em conta-corrente, acumulando crescente volume de reservas internacionais. Na América do Sul, este fenômeno viu-se fortalecido pela melhora nos termos de troca, particularmente, pela elevação dos preços internacionais das *commodities* (Ocampo, 2007). Isto provocou uma importante redução da dependência da região do financiamento externo. Este fenômeno vem-se refletindo na significativa redução do risco percebido, diminuindo o impacto das notas de risco sobre o custo de financiamento da dívida pública e privada, reduzindo o risco de contágio e da ocorrência de comportamentos de “manada” entre os investidores (Fernández-Arias e Levy-Yeyati, 2010).

GRÁFICO 3

Padrões regionais do trilema e nível de reservas internacionais na América Latina e Ásia (1971-2008)

3A – América Latina



3B – Ásia



Fonte: Aizenman, Chinn e Ito (2008).

Como ilustra o gráfico 3, os países da América Latina e da Ásia vêm-se movendo rumo a uma maior flexibilidade cambial e integração com os mercados financeiros, paralelamente com a ampliação de suas reservas internacionais. Entretanto, a comparação entre ambas as regiões revela que os países latino-americanos avançaram comparativamente mais rápido na integração com os mercados financeiros internacionais, enquanto os asiáticos centralizaram seus esforços na constituição de um crescente estoque de reservas. Apesar destas diferenças, a maior atenção dada à administração do câmbio, acompanhada do aumento do estoque de reservas, permitiu que a Ásia e a América Latina ampliassem sua autonomia na execução da política monetária, possibilitando uma inserção mais equilibrada nos mercados financeiros (Aizenman, Chinn e Ito, 2008). Os bancos centrais passaram a possuir um maior controle sobre a taxa de câmbio e a taxa de juros em um ambiente de elevada mobilidade do fluxo de capitais, situando sua atuação em um ponto intermediário do *trilema das economias abertas*. Seguramente, o controle simultâneo destas variáveis, impossível na perspectiva do trilema, apenas se tornou possível em virtude do expressivo aumento do estoque de reservas internacionais destes países.

2.2 A acumulação de reservas internacionais

A literatura (Aizenman e Lee, 2005; Frenkel e Rapetti, 2009) sugere dois fatores explicativos para o fenômeno da acumulação de reservas internacionais nas economias em desenvolvimento: o enfoque da precaução e o objetivo mercantilista. Ambos estão relacionados com a redução da volatilidade e a indução de uma

tendência da taxa de câmbio nominal. O objetivo mercantilista seria motivado pelo desejo das economias orientadas às exportações de manter uma taxa de câmbio competitiva e estável, promovendo suas vendas externas. Por sua vez, o enfoque da precaução sugere que a acumulação de reservas, acompanhada da intervenção da autoridade monetária no mercado cambial, busca a redução da volatilidade e de movimentos bruscos e prolongados da taxa de câmbio nominal, evitando, desta forma, ingressar em zonas de fragilidade financeira (déficits de conta-corrente insustentáveis ou bruscas apreciações cambiais).

Apesar de o risco de paradas súbitas ser muito relevante, o processo de acumulação de reservas encontra-se especialmente motivado pelo esforço de evitar o desalinhamento da taxa de câmbio nominal. Os fluxos de capitais de curto prazo impõem uma excessiva volatilidade, podendo gerar importantes e prolongados desajustes da taxa de câmbio. A compra e venda de divisas por parte da autoridade monetária busca reduzir a volatilidade cambial, promovendo um sistema de preços relativos mais estável e facilitando a distribuição dos recursos ao longo da economia. Estudos quantitativos confirmam estes indícios: o carregamento de reservas reduz os *spreads* e a volatilidade da taxa de câmbio, emitindo um forte sinal de previsibilidade aos mercados (Fernández-Arias e Levy-Yeyati, 2010).

O processo de acumulação de reservas também é motivado por questões de caráter político. As reservas internacionais constituem um mecanismo de liquidez isento de condicionalidades e disponível para ser utilizado de forma imediata quando necessário. Estas duas características são extremamente valorizadas pelos países demandantes de liquidez e não encontram semelhanças com nenhum instrumento de financiamento externo atualmente ofertado.

Mas o carregamento e a manutenção das reservas também apresentam custos consideráveis. Para Rodrik (2006), este custo deve ser interpretado como a diferença entre a taxa de juros da dívida do setor privado e a taxa de retorno dos ativos de reserva. Com base nesta interpretação, o autor calcula que o custo anual de manutenção das reservas dos países em desenvolvimento responde por 1% do PIB total destes países. Por sua vez, Baker e Walentin (2001) estimam o custo de manutenção das reservas como a diferença entre a taxa de juros doméstica e a taxa de retorno dos ativos de reserva. Para estes autores, este custo corresponderia a 2% do PIB dos países em desenvolvimento. Buscando reduzir o custo do carregamento, diversos países vêm canalizando parte de suas reservas para a capitalização de seus bancos nacionais de desenvolvimento, para o cancelamento da dívida externa e o financiamento das exportações (Chin, 2010).

Uma vez alcançado um nível de reservas internacionais entendido como ótimo, reduzir-se-ia a margem de utilização imediata das reservas, o que deveria amenizar a preferência dos bancos centrais por ativos de elevada liquidez.

Roubini e Setser (2005) reforçam esta posição ao afirmarem que, nos últimos anos, os ativos em dólar não compensaram totalmente os investidores estrangeiros do risco de depreciação da moeda. Além disso, a atual crise financeira, gestada no mercado financeiro americano e trasladada à Europa, minou a credibilidade dos mercados financeiros dos países desenvolvidos, principal destino de investimento das reservas internacionais. Os desafios de consolidação fiscal enfrentados por estes mercados não permitem vislumbrar uma pronta recuperação da confiança, o que sugere que a composição das reservas dos países em desenvolvimento deveria ser mais diversificada. Isto já vem ocorrendo: entre 1995 e 2011, os ativos de reserva dos países em desenvolvimento investidos em dólares passaram de 73,8% a 66,2% do total.² Na América do Sul, a diversificação das moedas dos ativos de reservas vem ganhando impulso a partir de 2008 (apêndice A).

Por fim, deve-se recordar que o carregamento de reservas é geralmente acompanhado da esterilização dos recursos ingressados por intermédio da emissão de títulos por parte do banco central. Estes títulos, como possuem uma taxa de retorno superior à das reservas, implicam perdas fiscais para a autoridade monetária. Este processo pode tornar-se fiscalmente insustentável à medida que o ingresso de capitais se estenda por um longo período (Frenkel, 2007b). Desde 2008, os países da América Latina vêm promovendo uma importante redução de suas taxas de juros domésticas, o que vem contribuindo para a manutenção da competitividade da taxa de câmbio e a sustentabilidade fiscal do processo de acumulação de reservas.

3 SOBRE OS SISTEMAS DE COOPERAÇÃO REGIONAL

3.1 Regionalismo e desenvolvimento financeiro

A evidência empírica indica a existência de uma causalidade mútua entre crescimento e desenvolvimento financeiro (Levine, 2004). Contudo, a volatilidade financeira afeta negativamente o crescimento econômico. O baixo desenvolvimento do sistema financeiro limita o grau de incidência das políticas monetárias anticíclicas aplicadas pelos países em desenvolvimento (Taylor, 2005). Ao aumentar a qualidade e a diversidade dos instrumentos para o manejo de riscos, o aprofundamento dos mercados financeiros reduz a ocorrência de crises cambiais e financeiras (Fanelli, 2008). Em síntese, são vários os trabalhos que indicam que um maior desenvolvimento financeiro doméstico se traduz em menor volatilidade dos fluxos de capitais e na redução da probabilidade da ocorrência de crises, permitindo aos países alcançar taxas mais elevadas de crescimento econômico.

2. Dados da base de dados Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (Cofer), do FMI. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/>>. Esta informação é parcial, pois há países que não revelam a composição por moeda de suas reservas internacionais.

Um maior grau de abertura financeira pode incentivar o desenvolvimento financeiro, mas eleva os riscos de volatilidade dos fluxos, paradas súbitas e contágio financeiro, fenômenos que incidem negativamente sobre as expectativas de crescimento (Kaminsky e Reinhart, 1999). Diante destas “falhas” dos mercados financeiros internacionais, pergunta-se que tipo de estrutura institucional os países em desenvolvimento deveriam promover para alcançar um maior desenvolvimento financeiro.

Diversos organismos multilaterais – International Organization of Securities Commissions (Iosco), Financial Stability Board (FSB), Bank for International Settlements (BIS), Basel Committee for Banking Supervision (BCBS) – oferecem um amplo leque de codificações e boas práticas para o sistema financeiro mundial, mas suas recomendações são descontextualizadas. As regras que governam as transações financeiras possuem uma significativa parcela endógena e são determinadas por fatores evolutivos (Rojas-Suarez, 2008). O contexto político, as tradições legais, as instituições informais e o grau de abertura existente, entre outras, são condições determinantes do nível de desenvolvimento financeiro de um país. Estas variáveis implicam que a construção de instituições financeiras constitui uma tarefa extremamente difícil e complexa, devendo ser marcada pela gradualidade. O texto do Consenso de Monterrey da Conferência Internacional para o Desenvolvimento, realizada, em 2002, no México, reconhece estes pontos, ao afirmar que:

É indispensável assegurar a participação eficaz e equitativa dos países em desenvolvimento na formulação de normas e códigos financeiros. Também é indispensável assegurar o cumprimento dessas normas e códigos de maneira progressiva e voluntária a fim de reduzir a vulnerabilidade dos países às crises financeiras e ao efeito contágio (Naciones Unidas, 2002, p. 8).

Muitas das “falhas” que surgiram durante o processo de liberalização financeira nos países em desenvolvimento resultaram de dificuldades de construção institucional. Tendo em mente os ensinamentos provenientes de crises financeiras passadas, muitos estudiosos passaram a propor a esfera regional como plataforma para a construção de uma arquitetura promotora de uma maior estabilidade financeira. Uma menor volatilidade das cotações das moedas dos países participantes de um processo de integração econômica regional promove os fluxos intrarregionais de comércio e investimento e a diversificação de seus parques industriais (Bresser-Pereira e Holland, 2010). Também reduz o risco associado aos empréstimos entre os países-membros de um processo de integração, incentivando uma diversificação dos portfólios em moedas regionais (Mongelli, 2002). Ao ampliar a escala dos mercados, a integração financeira regional possibilita o aumento da liquidez e da capitalização dos mercados financeiros, elevando sua eficiência e minimizando a exposição aos

riscos vinculados à desvalorização cambial (Fernández-Arias, Panizza e Stein, 2004). Outras considerações reafirmam a importância do âmbito regional como espaço de construção institucional: *i*) o contágio financeiro costuma afetar diversos países de uma mesma região (Calvo e Mendoza, 2000); *ii*) os investidores internacionais classificam distintos países em um mesmo grupo e tomam decisões com base em critérios regionais; e *iii*) os fluxos de capitais tendem a ser regionalmente sincronizados se os países ingressam simultaneamente em processos de liberalização financeira.

Ocampo (2006) centra suas atenções nas deficiências apresentadas pela arquitetura financeira internacional, agregando argumentos adicionais favoráveis ao processo de cooperação financeira regional. O primeiro argumento refere-se às demandas intrínsecas ao próprio processo de integração. O “regionalismo aberto” exige cooperação financeira em vários sentidos complementares: proteção diante de crises de balanço de pagamento, redução da assimetria de informações no plano regional, ganhos de custo de aprendizagem e adaptação às normas internacionais, entre outros. O segundo argumento põe ênfase na necessidade da construção de uma complementaridade entre as instituições financeiras multilaterais e as regionais, a ideia de uma “divisão de trabalho” entre as duas esferas. O terceiro ponto ressalta que a promoção de certo grau de concorrência entre as esferas regional e multilateral promoveria uma melhor atenção às necessidades dos países em desenvolvimento, particularmente daqueles de menor tamanho ou com necessidades específicas. Finalmente, o quarto argumento é de natureza política e enfatiza a baixa representatividade e poder de influência das economias menos desenvolvidas nas agências multilaterais. Em resumo, o espaço regional seria entendido como um âmbito mais propício para colher os benefícios da abertura financeira e promover o desenvolvimento financeiro, resultando em maior resistência ao contágio e à volatilidade financeira.

Apesar do reconhecimento da importância do âmbito regional como espaço para a promoção do desenvolvimento financeiro, a categorização tradicional do regionalismo (Balassa, 1961; 1987) incorpora aspectos relacionados com a integração financeira apenas a partir de etapas avançadas; especificamente, a partir da conformação de um mercado comum. Esta categorização do regionalismo, ainda dominante, está marcada pela relevância das tarifas de importação no comércio mundial, pela reduzida mobilidade do capital e pela existência de controles de câmbio – nacionais ou mediados pelo sistema de Bretton Woods. Tais bases já não existem ou são pouco relevantes para o entendimento da realidade imposta pela atual etapa da economia mundial.

QUADRO 1
Etapas e componentes do regionalismo financeiro

	Etapa 1: fundo regional de liquidez	Etapa 2: sistema monetário regional	Etapa 3: união econômica e monetária	Etapa 4: união política
Componente principal	Criação de um fundo de liquidez público.	Introdução de um sistema monetário regional com bandas cambiais.	Convergência das taxas de câmbio nacionais e moeda única.	União política com a continuidade da existência de sistemas políticos nacionais (federação).
Medidas políticas	Criação de um fórum de bancos centrais.	Encontros regulares em torno de um comitê monetário regional.	Criação de instituições políticas comuns; estabelecimento de banco central regional e tesouro regional.	Criação de instituições supranacionais em diversas áreas.
Componentes adicionais (manejo de crises financeiras)	Criação de um fundo de liquidez privado.	Expansão da cobertura dos fundos regionais de liquidez.	Banco central regional como credor de última instância; emissão de títulos regionais.	—
Componentes adicionais (prevenção de crises financeiras)	Criação de um sistema de supervisão bancária regional em paralelo com os sistemas nacionais.	—	Unificação da supervisão bancária em torno de um organismo regional.	—
	Compulsórios para créditos em moeda estrangeira.	—	—	—
	Regulação macroprudencial.	—	—	—
Componentes de comércio	—	Harmonização de normas e padrões de comércio.	União aduaneira.	Livre mobilidade de trabalhadores.
Política macroeconômica	Monitoramento conjunto da política monetária e fiscal.	Coordenação e harmonização da política monetária (taxa de juros) e fiscal (níveis de endividamento).	—	—

Fonte: Dieter (2000).
Elaboração do autor.

Observando estas deficiências, Dieter (2000) estabelece uma nova categorização das etapas do regionalismo, concentrando-se em seus aspectos financeiros e monetários. O regionalismo financeiro centra-se na promoção da estabilidade das cotações cambiais e dos mercados financeiros. Ao contrário da visão de Balassa, a existência prévia de acordos formais de comércio não constituiria requisito para o avanço do regionalismo financeiro.

O regionalismo financeiro leva implícita a hipótese de que é possível administrar, ainda que parcialmente, as consequências da volatilidade “importada” e evitar ou reduzir o impacto das crises financeiras, promovendo um maior desenvolvimento financeiro. Os dividendos da cooperação financeira cobrar-se-iam

em termos dinâmicos e não apenas estáticos. Trata-se de um importante ponto, tendo em vista a vital importância da aceleração do crescimento como objetivo de política pública nos países em desenvolvimento.

Como visto na seção 2, a acumulação de reservas constitui um processo custoso e poderia ser uma consequência do próprio subdesenvolvimento financeiro desses países. Os crescentes custos de manutenção da estratégia de acumulação unilateral de reservas vêm reavivando o interesse dos países em desenvolvimento pela cooperação financeira, mais especificamente pela construção de mecanismos regionais de liquidez mediante fundos de reservas e acordos de *swaps* de moedas, a primeira etapa do regionalismo financeiro (quadro 1). Desde o final dos anos 1990, os países do Sudeste Asiático vêm desenvolvendo a cooperação regional como forma de aperfeiçoar os custos de manutenção de suas reservas e promover o desenvolvimento financeiro. Por sua vez, a América do Sul conta, desde os anos 1970, com um fundo regional de liquidez, o Flar, ainda pouco explorado. Os países da América do Sul seguem adotando estratégias individualistas de acumulação de reservas, deixando de explorar um amplo conjunto de potenciais benefícios para o desenvolvimento econômico e financeiro da região.

3.2 Autosseguro ou cooperação?

O estado das contas externas é vital para a definição da vulnerabilidade de um país. A busca por fundamentos sólidos nos países em desenvolvimento encontra, entretanto, obstáculos diante das oscilações da demanda internacional dos bens exportados, do preço das *commodities*, da volatilidade dos fluxos de capitais, das taxas internacionais de juros, entre outras variáveis. Além disso, dada a necessidade imperativa de construir fundamentos consistentes ou de defendê-los em momentos de crise, os países em desenvolvimento muitas vezes não encontram no FMI instrumentos adequados às suas capacidades financeiras e políticas.

Diante de dúvidas quanto ao acesso aos mecanismos multilaterais de proteção contra choques externos, os países em desenvolvimento vêm optando pelo carregamento de suas reservas internacionais. Cabe perguntar qual seria o nível ideal de reservas a ser acumulado para que um país possa ser considerado seguro.

Apesar de a realização de um estudo detalhado sobre o nível ótimo de reservas para uma economia não constar entre os objetivos deste trabalho, é importante frisar que medir a adequação do volume de reservas de um país tomando como referência apenas suas importações, conforme modelos tradicionais, constitui um método extremamente limitado. Rajan, Siregar e Bird (2003) afirmam que as crises dos anos 1990 foram fundamentalmente crises de conta de capital. Dessa maneira, os cálculos de adequação das reservas passaram a ter como referência, além do volume de importações, as saídas de capitais. Outro indicador geralmente

utilizado na busca da determinação do nível ótimo de reservas seria a relação entre reservas e variáveis como dívida externa de curto prazo, PIB e agregado monetário (M2). Em diversos países em desenvolvimento, inclusive na América Latina, estes indicadores vêm assinalando um contínuo aumento do peso das reservas internacionais, ampliando as críticas quanto à manutenção da liquidez como estrito critério orientador do investimento das reservas.

TABELA 1
Adequação das reservas internacionais (1996, 2007, 2008 e 2009)

	Posição no final do ano												
	US\$ bilhões				% do PIB	% da dívida externa de curto prazo				% do agregado monetário (M2)			
	1996	2007	2008	2009	2009	1996	2007	2008	2009	1996	2007	2008	2009
Associação de Nações do Sudeste Asiático (ASEAN) ¹	477	2.907	3.318	4.028	55	170	449	586	545	22	35	35	35
China	105	1.528	1.946	2.399	49	376	1.249	1.868	1.597	11	28	28	27
Índia	20	267	247	259	21	260	340	338	302	11	28	27	23
América Latina	142	397	440	466	14	145	238	362	306	71	47	49	40
Argentina	18	44	44	43	14	60	200	279	350	27	51	49	46
Brasil	58	179	193	232	15	111	292	364	300	21	20	24	18
Chile	16	17	23	25	16	201	86	113	130	54	18	28	25
Colômbia	9	20	23	23	10	142	201	390	374	23	26	28	24
México	19	86	94	94	11	60	256	240	277	13	15	18	16
Peru	11	27	30	31	24	166	284	248	313	266	165	157	134
Venezuela	11	24	33	18	5	273	347	900	395	91	33	36	20
Rússia	11	467	413	417	34	42	493	490	618	22	86	86	80
Turquia	16	73	70	69	11	125	124	119	132	35	23	24	20

Fonte: FMI e respectivos bancos centrais.

Nota: ¹Inclui também Hong Kong, Coreia do Sul e Formosa.

São realmente indiscutíveis os benefícios do carregamento das reservas internacionais para a estabilidade financeira e o crescimento econômico dos países em desenvolvimento. Entretanto, trata-se de um mecanismo subótimo, financeiramente custoso para os países em desenvolvimento e, à medida que siga alimentando a demanda por moedas fortes, promotor de desequilíbrios globais. Ao mesmo tempo, a profundidade destes desequilíbrios e as expectativas de manutenção das assimetrias entre as taxas de juros e o ritmo de crescimento dos países desenvolvidos e em desenvolvimento permitem supor que não deverão cessar as motivações para que as autoridades monetárias dos países em desenvolvimento sigam intervindo no mercado cambial, dando continuidade ao processo de acumulação de reservas.

A cooperação regional, mediante a constituição de um fundo comum de reservas (*pool*) ou acordos de *swaps* de moedas, poderia reduzir o custo do aumento das reservas, possibilitando o acesso a um volume superior de recursos em momentos de crises. Em outras palavras, seria possível ampliar a capacidade de acesso aos recursos e reduzir seus custos de manutenção por meio de um seguro compartilhado entre países.

3.3 Sobre os mecanismos de *swap* de moedas

Segundo Henning (2002), um *currency swap* é um acordo que busca trocar uma moeda por outra e reverter esta operação em uma data futura. Estas trocas (*swaps*) envolvem duas transações simultâneas: *i*) uma transação à vista (*spot*), na qual são trocadas moedas por uma taxa de câmbio à vista; e *ii*) uma transação futura, que reverte a primeira operação a uma determinada taxa de câmbio. Geralmente, a operação está acompanhada do pagamento de juros sobre os saldos abertos pelos acordos de *swaps*. O autor ressalta que os acordos de *swaps* são diferentes dos empréstimos. *Swaps* são trocas de ativos que são contabilizadas como reservas em moeda estrangeira nos registros de quem esteja recebendo os recursos, dispensando a emissão de garantias.

Esclarecido este ponto, pode-se afirmar que um mecanismo de *swap* de moedas não é nada mais que um acordo, geralmente temporário, por meio do qual é possibilitada a troca de moedas entre países. Geralmente, os acordos se dão entre um país com moeda conversível e outro não conversível. Dessa forma, no caso de algum indício de restrição de liquidez em um dos países signatários do acordo, este pode afrontar a demanda por liquidez em moeda estrangeira mediante a troca temporária de moeda nacional por moeda conversível.

Os acordos de *swaps* de moedas entre países nasceram durante os anos 1960, quando os Estados Unidos passaram a promovê-los como forma de evitar a venda do seu ouro quando do acesso a outra divisa, provendo, paralelamente, maior estabilidade aos mercados cambiais. O primeiro acordo deste tipo foi assinado em 1962, entre o Federal Reserve (Fed) e o Banco Central da França. Com a ruptura do Acordo de Bretton Woods e o início da flutuação das cotações cambiais, os bancos centrais de todo o mundo acordaram impulsionar estes mecanismos, formalizando-os, em 1973, em Basileia.

No contexto da crise financeira, os Estados Unidos assinaram, em 2009, acordos de *swaps* com países em desenvolvimento dotados de sólidos fundamentos macroeconômicos – particularmente, possuidores de significativos volumes de reservas –, com os quais possuem fortes vínculos financeiros e comerciais: Brasil, México, Cingapura e Coreia do Sul. Os acordos, de US\$ 30 bilhões cada, buscaram frear a elevada demanda por liquidez que predominou durante a primeira fase da crise internacional. Dessa forma, logrou-se estancar a “fuga para

a qualidade”.³ A assinatura destes acordos motivou uma considerável redução da percepção de risco destas economias pelo mercado, com um impacto, inclusive, significativamente superior ao apresentado pelos países que contrataram a linha de crédito flexível (FCL) do FMI (Fernández-Arias e Levy-Yeyati, 2010).

A seletividade dos acordos ofertados pelos americanos evidenciou que apenas uns poucos países poderiam contar com esse instrumento. Respalhada por sua potência comercial e ampla liquidez, a China interpretou o momento como uma “janela de oportunidade” para estender acordos em iuane às economias não contempladas pelos americanos (Argentina, Bielorrússia, Hong Kong, Indonésia e Malásia), promovendo uma maior inserção internacional de sua moeda. Posteriormente, em março de 2013, Brasil e China estabeleceram acordo bilateral de *swap*, em reais e iuane, no valor correspondente a US\$ 30 bilhões.

O recente acordo sino-brasileiro constitui um primeiro passo rumo à construção de uma rede de *swaps* dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), atualmente em negociação. Segundo negociadores do agrupamento, o mecanismo teria uma dimensão próxima a US\$ 100 bilhões em moeda conversível. Tal como no caso da Iniciativa Chiang Mai (seção 4), as discussões em curso sinalizam que o poder de voto dos países seria determinado segundo a dimensão das linhas de *swap* ofertadas e que as principais decisões seriam tomadas por consenso. Quanto à supervisão, a liberação dos recursos estaria condicionada, a partir de certa porcentagem, a acordo prévio entre o país beneficiário e o FMI. Entretanto, cada um dos cinco países possui cadeira própria no diretório executivo da instituição multilateral, e seus votos somados alcançam mais de 15% do total, o que lhes possibilita fazer uso do poder de veto caso atuem coordenadamente.

O agrupamento almeja anunciar as diretrizes norteadoras da rede de *swaps* em 2013, ainda que seu pleno funcionamento consuma vários anos. Se exitoso, o acordo poderia constituir um interessante instrumento de cooperação financeira inter-regional entre países em desenvolvimento, fortalecendo a posição dos BRICS junto ao FMI e abrindo possibilidade para o estabelecimento de “pontes” com os fundos de liquidez regionais.

Ainda que os acordos de *swaps* possam contribuir para uma maior estabilidade financeira global, os interesses nacionais dos países ofertantes constituem um fator determinante dos acordos, restringindo seus potenciais efeitos estabilizadores. Nesse sentido, a ampliação da oferta de *swaps*, em virtude da emergência da China e dos BRICS, representa um importante passo rumo a uma oferta mais ampla e diversificada deste instrumento.

3. Em 2009, o Fed disponibilizou um total de US\$ 900 bilhões em acordos de troca de moedas com quatorze bancos centrais para ampliar a liquidez em dólares nos mercados financeiros globais. Para uma discussão sobre o papel destas operações de *swap* do Fed na gestão da crise global, ver McGuire e Peter (2009).

3.4 Os fundos regionais de reservas e seus requisitos de constituição

Rajan, Siregar e Bird (2003) distinguem dois tipos de fundos regionais de reservas internacionais: parcial (*partial pool*) e completo (*complete pool*). No primeiro, os países-membros contribuem apenas com uma fração de suas reservas para o fundo comum, enquanto, no segundo caso, os países compartilham a totalidade de suas reservas.

Para que seja viável a constituição de um fundo de reservas, devem ser consideradas duas variáveis: *i*) o volume absoluto de suas reservas; e *ii*) a volatilidade de suas reservas. Um fundo de reservas deve buscar que o volume de recursos à disposição de seus membros seja significativamente superior ao volume de reservas de cada país, e que a volatilidade do conjunto dos depósitos seja inferior à registrada individualmente.

Rajan, Siregar e Bird (2003) definem o seguinte *índice de cobertura*, que, para um país *i*, pode ser representado por:

$$C_i = \frac{PR}{Var(PR)} \quad (1)$$

Na equação, PR é o volume médio de reservas do país *i* em um dado período de tempo; e $Var(PR)$ é a volatilidade das reservas durante este período, medida pelo desvio-padrão. Quanto mais elevado for o índice de cobertura, melhores serão as condições para que um país integre o fundo.

Quando um país *i* passa a fazer parte de um *pool*, passa a ter acesso a um volume adicional de reservas. Da mesma maneira, a volatilidade dos fundos aos quais se tem acesso passa a ser determinada pela volatilidade de suas reservas somada à volatilidade do fundo. Formalmente, ao admitir-se o comportamento das reservas entre dois países dados, denominados de *i* e *j*, tem-se:

$$C_i = \frac{\left(R_i + \sum_{j \neq i} pR_j \right)}{Var \left(R_i + \sum_{j \neq i} pR_j \right)} \quad (2)$$

Nesta equação, p refere-se ao grau de compartilhamento ($0 \leq p \leq 1$). Para $p=0$, não há compartilhamento de reservas; para $p=1$, há compartilhamento completo de reservas (*complete pool*); enquanto para os valores entre 0 e 1 haveria variados graus de compartilhamentos parciais (*partial pool*); R_i e R_j são as reservas totais dos países *i* e *j*.

A partir das equações (1) e (2), entende-se que a cobertura do país *i* será ampliada por meio de um sistema de compartilhamento de reservas se: *i*) a volati-

lidade de suas reservas somada com a do fundo for inferior à volatilidade de suas reservas; ou *ii*) o acesso a um maior volume de recursos compensar o aumento da volatilidade das reservas combinadas. Assim, por exemplo, um aumento modesto do volume de recursos disponível, acompanhado de um forte crescimento da volatilidade total resultaria, sob o sistema de compartilhamento de reservas, em uma deterioração das condições de um determinado país.

Tanto Rajan, Siderar e Bird (2003) como Williams, Polius e Hazle (2001) apontam que os benefícios de integrar um fundo de reservas podem ser mais bem avaliados quando comparados com o esforço de acumulação de reservas exigido a um país para que este alcance o mesmo índice de cobertura de forma individual. Este nível de cobertura seria mensurado por meio do conceito de *reserva hipotética*, calculada da seguinte maneira:

$$HR_i = C_i * Var(R_i) \quad (3)$$

Na equação, HR_i é o volume de reservas hipotéticas, que expressam o nível de reservas que um país i deveria manter caso não pertencesse ao fundo; C_i é o índice de cobertura oferecido pelo fundo; e $Var(R_i)$ representa a volatilidade das reservas próprias do país i .

Os ganhos ou perdas derivadas da participação no fundo podem ser expressos por:

$$G/L = HR - PR \quad (4)$$

Nesta equação, G/L representa os ganhos (se maiores que zero) ou perdas (se menores que zero) no nível de reservas internacionais; HR são as reservas hipotéticas; e PR são as reservas reais. Deste modo, sempre que $HR > PR$, haverá ganhos com a participação do país i no fundo de reservas.

Também se deve considerar a possibilidade de que um fundo de reservas possa captar recursos adicionais no mercado, aumentando sua capacidade de oferta de recursos e reduzindo a sincronia das variações das reservas dos países integrantes do fundo.

Em termos práticos, o adequado funcionamento de um fundo de reservas pressupõe a superação de alguns obstáculos. Os países integrantes do fundo não deveriam atravessar problemas agudos de liquidez durante um mesmo período, o que levaria à utilização simultânea dos recursos do fundo, elevando o risco de que seu volume seja insuficiente para atender a todos demandantes. Tal como demonstrou a fuga para a qualidade durante o início da atual crise financeira, uma reversão dos fluxos de capitais pode estar relacionada com causas externas a uma região e afetar simultaneamente diversos membros de um fundo, prejudicando o adequado funcionamento do mecanismo regional.

Existem duas maneiras de minimizar este risco. Em primeiro lugar, um fundo de reservas poderia ser concebido como um instrumento complementar ao FMI. Para Machinea e Titelman (2007, p. 23), “os acordos financeiros regionais são um complemento aos acordos globais e que, como princípio reitor dos processos de integração financeira regionais, deveriam ser adicionais à arquitetura financeira global”. Esta opinião também é dividida com Agosin (2001, p. 38), que afirma que

o objetivo de fortalecer a institucionalidade financeira regional não implica substituir o FMI. Este último é uma instituição-chave no sistema monetário internacional. Nenhum fundo regional contaria com o volume de recursos do FMI e com sua capacidade política para mobilizar resgates financeiros de grande envergadura quando necessários. Ademais, muitos problemas financeiros internacionais sobrepõem o âmbito regional e requerem soluções globais.

Desta forma, um mecanismo regional de liquidez deveria contar com a complementaridade de recursos por parte dos organismos multilaterais, especialmente no caso de crises exógenas. Os fundos regionais atuariam como um colchão adicional de liquidez, elevando a confiança dos agentes nos Estados participantes do fundo. Em segundo lugar, uma atuação tempestiva do fundo regional poderia desempenhar um importante papel de prevenção e contenção do efeito contágio, minimizando a possibilidade de que a crise se estenda pelos países vizinhos e seja necessário recorrer a um maior volume de recursos via FMI.

Os desafios impostos pela interação entre os Estados visando à redução da vulnerabilidade externa podem ser superados pelo fortalecimento institucional do mecanismo regional. Fundos de reservas ou acordos de *swaps* devem ter, por sua própria natureza, um elevado nível de institucionalização e estruturas de governança adequadamente construídas para promover a cooperação. Com relação às relações entre instituições internacionais e cooperação, Keohane (1998, p. 86) indica:

Institutions create the capability for states to cooperate in mutually beneficial ways by reducing the costs of making and enforcing arrangements – what economists refer to as “transaction costs”. They rarely engage in centralized enforcement of agreements, but they do reinforce practices of reciprocity, which provide incentives for governments to keep their own commitments to ensure that others do so as well. Even powerful states have an interest, most of the time, following the rules of well-established international institutions, since general conformity to rules makes the behavior of other states more predictable.

[The research on international regimes] drew heavily on the twin concepts of uncertainty and credibility. Theorists increasingly recognized that the preferences of states amount to “private information” – that absent full transparency, states are uncertain about what their partners and rivals value at any given time. They naturally respond to uncertainty by being less willing to enter into agreements, since they are unsure how their partners

will later interpret the terms of such agreements. International institutions can reduce this uncertainty by promoting negotiations in which transparency is encouraged; by dealing with series of issues over many years and under similar rules, thus encouraging honesty in order to preserve future reputation; and by systematically monitoring the compliance of governments with their commitments.

A citação explicita a importância de contar com medidas que minimizem dois problemas de avaliação típicos dos empréstimos: a seleção adversa⁴ e o risco moral (*moral hazard*).⁵ Nesse sentido, o regime de governança adotado desempenha um papel fundamental para a manutenção da eficiência e sustentabilidade do mecanismo regional. Não se deve confundir a adequação das condicionalidades às realidades dos países integrantes do mecanismo com a ausência de condicionalidades. Apesar de as exigências do FMI serem notoriamente padronizadas e de seus resultados serem questionáveis para a recuperação das economias em crise, o estabelecimento de um fundo regional que atue como prestador de última instância sem a exigência de qualquer tipo de contrapartida poderia simplesmente estimular um comportamento irresponsável entre os membros. Ao mesmo tempo, obrigar um país que não tenha apresentado previamente problemas em seus fundamentos macroeconômicos a cumprir com duras condicionalidades no enfrentamento de crises de origem exógena parece ser uma medida pouco sensata e contraproducente.

Deve-se ponderar que, em situações que envolvem um número reduzido de atores, pertencentes a uma mesma região, com fortes vínculos políticos e econômicos entre si, as formas de contrapartidas oferecidas pelos países tomadores de empréstimos podem ser, ao mesmo tempo, mais inovadoras e eficientes que as aplicadas pelo FMI. A teoria dos jogos sugere que, em situações em que importam a reputação e os ganhos de longo prazo, os atores podem acumular suficientes estímulos para cooperar. Nestas condições, a geração de incentivos para que as dívidas dos países junto ao fundo tenham alta prioridade na ordem de cumprimento de suas obrigações, por exemplo, assinalaria um forte nível de comprometimento dos países com a instituição, desincentivando a assunção de riscos e a ocorrência de inadimplência. A ausência de inadimplências ao longo da história do Flar constitui uma notória evidência neste sentido.

4. Simplificadamente, trata-se de uma situação na qual um mecanismo de proteção (por exemplo, um contrato de seguro) atrai principalmente clientes com maior probabilidade de roubo, em proporção superior à ocorrência deste tipo de cliente em um determinado mercado. A concentração de clientes de alto risco na carteira da seguradora aumenta, conseqüentemente as ocorrências de roubos e os valores pagos pelas indenizações, podendo inviabilizar o seguro. Este fenômeno ocorre devido à assimetria de informação, uma vez que o vendedor (a seguradora) não conhece todos os dados do cliente (os segurados), não conhecendo *a priori* o grau de risco de cada segurado.

5. Outro tema estudado na área da informação assimétrica na economia, o risco moral se apresenta quando um agente protegido de um dado risco – por exemplo, uma pessoa que faz um seguro contra o roubo de seu automóvel – se comporta de maneira distinta da esperada caso não tivesse o seguro. Nesse exemplo, uma pessoa que possui seguro contra o roubo de seu carro pode passar a frequentar lugares considerados perigosos, aos quais não iria caso não possuísse um seguro. Passando o exemplo para o caso de um fundo de reservas, seria como se um país passasse a adotar políticas econômicas menos responsáveis depois de passar a integrar o fundo.

No que concerne à estrutura de governança exigida para a constituição de um fundo, deve ser ressaltada a necessidade de garantir regras de gestão claras e bem delimitadas. Ao assumir a forma de entidade autorregulada, a responsabilidade da gestão do fundo recairia sobre seus Estados-membros, que passariam a contar com um nível de influência e de responsabilidades superior ao registrado nos organismos multilaterais. Os objetivos e as funções do organismo devem ser igualmente claros. As funções podem incluir a prestação de serviços financeiros adicionais à oferta de linhas de crédito de emergência, objetivo central de um fundo regional, mas não devem colidir com este. A diversificação dos ativos de reservas internacionais, com o objetivo de melhorar sua rentabilidade, e a promoção do aprofundamento dos mercados financeiros domésticos são alternativas a serem analisadas com particular atenção.

Como afirmam Eichengreen (2010) e McKay, Volz e Wolfinger (2010), para que seja factível e eficiente, um fundo de reservas deveria cumprir com os seguintes requisitos: *i*) possuir uma adequada capacidade de financiamento; *ii*) deter capacidade de executar uma supervisão financeira e econômica sobre seus membros; *iii*) ter rapidez na tomada de suas decisões; *iv*) ser reconhecido como portador de legitimidade por seus membros; e *v*) ter capacidade de trabalhar de forma coordenada com os organismos multilaterais.

Levando em conta essas considerações e a necessidade de estabelecer diretrizes para uma maior coordenação entre o FMI e o European Financial Stability Facility na oferta conjunta de liquidez às economias europeias, os ministros de economia e presidentes de bancos centrais do G20 estipularam em Cannes, em outubro de 2011, os Princípios para a Cooperação entre o FMI e os Acordos Regionais de Liquidez (box 1).

BOX 1

Princípios do G20 para a cooperação entre o FMI e os mecanismos regionais de liquidez

- O fortalecimento da cooperação entre os mecanismos regionais e o FMI seria um passo importante para a promoção de uma melhor e mais eficiente prevenção e resolução de crises, assim como redução do risco moral. A cooperação entre os mecanismos regionais e o FMI deve nutrir uma rigorosa e equilibrada supervisão e promover a estabilidade financeira e monetária regional e global.
- A cooperação deve respeitar os papéis, a independência e o processo decisório de cada instituição, levando em conta as especificidades regionais de forma flexível.
- Embora a cooperação entre os mecanismos regionais e o FMI possa ser desencadeada por uma crise, a contínua colaboração deve ser promovida como forma de fortalecer as capacidades regionais.
- A cooperação deve começar tão cedo quanto possível e incluir o compartilhamento de informações e missões conjuntas quando necessário. Cada instituição possui vantagens comparativas e deve beneficiar-se da experiência do outro. Especificamente, os mecanismos regionais possuem uma melhor compreensão das circunstâncias regionais, e o FMI, uma maior capacidade global de supervisão.

(Continua)

(Continuação)

- A consistência das condições de empréstimo deve ser perseguida na medida do possível, prevenindo a arbitragem, particularmente das condicionalidades e do custo do financiamento. No entanto, certa flexibilidade deveria ser preservada, como ajustes nas condicionalidades, quando necessário, e definida no momento da revisão dos programas. Além disso, decisões definitivas sobre a assistência financeira dentro de um programa conjunto devem ser tomadas pelas respectivas instituições.
- Os mecanismos regionais devem respeitar o *status* de credor preferencial do FMI.

Fonte: G20 (2011).
Elaboração do autor.

O estabelecimento desses princípios revela a necessidade de reformas institucionais inovadoras que viabilizem uma maior coordenação de ações entre ambas as esferas. Os mecanismos regionais deveriam estabelecer formas de representação institucional externa para além de seus próprios países-membros. A integração dos arranjos regionais ao diretório executivo do FMI e a concessão de empréstimos do FMI diretamente a estes mecanismos seriam algumas das alternativas nesta direção. Não obstante, a dificuldade da construção prévia de consensos internos constitui um dos principais obstáculos para uma maior projeção externa dos mecanismos regionais. As dificultosas negociações entre os países europeus para a definição de ações coordenadas no combate à crise financeira e a persistente resistência contra a unificação das cadeiras dos países do euro no diretório executivo do FMI evidenciam este ponto.

Em face a este contexto, serão avaliadas nas seções 4 e 5 as experiências da Iniciativa Chiang Mai e do Flar.

4 A INICIATIVA CHIANG MAI

4.1 Do bilateral ao multilateral

Em 1997, uma crise especulativa contra o bhat, a moeda tailandesa, desatou uma corrida bancária que rapidamente se alastrou pelos países do Sudeste Asiático. Um ano antes da crise, em 1996, a Indonésia, a Coreia do Sul e a Tailândia, os três países que posteriormente recorreram aos empréstimos do FMI, apresentavam reservas internacionais que cobriam uma elevada porção de suas respectivas dívidas externas de curto prazo – entre 110% e 195% do total. Entretanto, a manutenção da apreciação de suas moedas ao longo de um período relativamente longo passou a provocar crescentes déficits de conta-corrente, tornando insustentável a manutenção do financiamento externo. Os bancos japoneses, que mantinham uma elevada exposição à região, foram uma das partes mais afetadas pela crise.

Apesar da elevada interdependência econômica existente entre seus países, a região contava com um nível muito subdesenvolvido de mecanismos e instituições de cooperação financeira. As instituições intergovernamentais regionais, a Associação de Nações do Sudeste Asiático (ASEAN) e o Fórum de Cooperação Econômica do Pacífico (APEC), estavam muito concentradas em torno da temática comercial ou contavam com a participação de potências extrarregionais. Foi então que, conforme relatado por Henning (2002), durante o auge da crise, o Japão propôs a criação de um Fundo Monetário Asiático (FMA), a Iniciativa Miyazawa, oferecendo unilateralmente US\$ 100 bilhões para sua operacionalização. Durante a apresentação da proposta, o Ministério das Finanças do Japão destacou três importantes pontos: *i*) o resgate financeiro realizado pelos Estados Unidos e o FMI ao México em 1995 havia sido vital para a estabilidade econômica da América do Norte; *ii*) os Estados Unidos não possuíam os mesmos incentivos para resgatar as economias do Sudeste Asiático, às quais a economia japonesa se encontrava intimamente interdependente; e *iii*) enquanto os Estados Unidos possuíam poder de veto sobre as principais decisões do FMI, os países asiáticos sofriam as consequências de sua insuficiente influência política na instituição. Os Estados Unidos, o G7 e o próprio FMI fizeram uso de variados meios para impedir o avanço da iniciativa japonesa, visto que resultaria na perda de influência destes atores na região. Por sua vez, a China observava com desconfiança a iniciativa durante um período em que o Japão mostrava-se muito ativo em sua estratégia de internacionalização do iene. Consequentemente, ao não contar com suficiente apoio, o projeto do FMA terminou sendo abortado.

Apesar do fracasso inicial, o Japão lançou, no ano seguinte, a Nova Iniciativa Miyazawa, centrada na conformação de um fundo de US\$ 30 bilhões. A metade destes recursos seria utilizada para a concessão de créditos de curto prazo, enquanto a outra metade seria dirigida a empréstimos de médio e longo prazo entre os países da região. Neste contexto, a Coreia do Sul e a Malásia assinaram acordos bilaterais com o Japão. Como desenlace da iniciativa japonesa, os países-membros da ASEAN,⁶ a China, o Japão e a Coreia do Sul (ASEAN+3), reunidos na cidade tailandesa de Chiang Mai, assinaram, em maio de 2000, um tratado que previa o estabelecimento de um mecanismo permanente de auxílio mútuo por falta de liquidez. Entre as motivações que impulsionavam a cooperação regional havia a percepção de que as ações executadas sob orientação do FMI como resposta à grave crise de 1997-1998, além de consideradas inadequadas, haviam deteriorado

6. Os seguintes países são membros da ASEAN: Tailândia, Filipinas, Cingapura, Malásia, Indonésia, Brunei, Vietnã, Myanmar, Laos e Camboja.

a situação econômica e política de alguns países.⁷ Adicionalmente, havia a convicção de que as demandas de reforma da arquitetura financeira internacional, pleiteadas pelos países asiáticos, não seriam postas em prática na velocidade e forma requerida.

A Iniciativa Chiang Mai consiste em um conjunto de acordos unilaterais e bilaterais de *swaps* de moedas entre os países da ASEAN, a China, o Japão e a Coreia do Sul (ASEAN+3). Os acordos buscam oferecer liquidez de curto prazo, prevenindo o contágio entre seus países-membros. Durante sua primeira fase, foram negociados e concluídos dezesseis acordos bilaterais entre os países da ASEAN+3. Cada acordo possuía um determinado período de vigência, o que implicava renegociações periódicas. Além de constantes renegociações, a ativação dos acordos requeria, em determinados casos, a aprovação prévia do país credor. Os valores dos acordos bilaterais variavam entre US\$ 1 bilhão e US\$ 3 bilhões, somando um total de US\$ 36,5 bilhões. Os valores dos acordos eram muito diminutos quando comparados, por exemplo, com os US\$ 17,2 bilhões que haviam sido requeridos pela Tailândia durante a crise de 1997, bem quando comparados com os volumes de reservas internacionais acumulados pelos países da região.

Além de contar com insuficientes recursos, a liberação de volumes superiores a 10% do máximo previsto em cada acordo estava condicionada à aprovação de um programa de ajuste macroeconômico e estrutural entre o FMI e o país solicitante. Como principais credores e promotores da iniciativa, China e Japão destacaram a importância de contar com o FMI para oferecer, pelo menos nesta primeira fase, maior credibilidade à iniciativa. Os países acordaram a manutenção temporária da vinculação com o FMI até que fosse posto em funcionamento algum mecanismo de supervisão do acordo. Como destacado por Amyx (2008), a lógica da estrutura de poder interestatal no Sudeste Asiático levou os países a adotar uma solução cômoda e prudente para o problema apresentado pela necessidade de supervisão dos créditos concedidos pelo mecanismo regional.

Reconhecendo a insuficiência dos valores dos acordos e diante da aceleração do processo de acumulação individual de suas reservas, a ASEAN+3 iniciou uma segunda etapa do processo de cooperação financeira regional, estabelecendo os seguintes objetivos: *i*) fortalecimento do mecanismo de supervisão; *ii*) instrumen-

7. Furman e Stiglitz (1998) *apud* Park (2006) destacam que as declarações dos funcionários do FMI de que os países afetados possuíam graves problemas estruturais em seus setores público, financeiro e empresarial certamente não propiciavam confiança nestas economias. É provável que o FMI estivesse tratando crises de terceira geração, nas quais inclusive economias saudáveis são suscetíveis ao efeito contágio, com ferramentas de primeira geração – concentradas nas debilidades dos fundamentos macroeconômicos. Entre outras críticas quanto às condicionalidades, registravam: *i*) forte ajuste fiscal com insuficiente atenção às suas consequências sociais; *ii*) elevada padronização, com insuficiente avaliação das particularidades do contexto político e social; *iii*) proibição da aplicação de controles de capitais; *iv*) imposição de amplas garantias aos credores, especialmente estrangeiros; e *v*) imposição de um rápido conjunto de reformas estruturais, constituído principalmente da privatização de empresas estatais e da venda de diversos ativos financeiros de capital nacional.

talização da ativação dos acordos de *swaps*; *iii*) adoção de um processo comum de tomada de decisões; *iv*) ampliação dos acordos; e *iv*) redução da condicionabilidade vinculada ao FMI. Em maio de 2005, a ASEAN+3 decidiu elevar o total dos recursos previstos nos acordos bilaterais a US\$ 70 bilhões. Os ministros de finanças dos países do grupo também aumentaram o nível dos recursos de livre acesso, passando de 10% para 20% do máximo previsto em cada acordo bilateral. Por fim, foram definidas as principais condições financeiras dos *swaps*: *i*) as taxas de juros anuais estariam entre Libor⁸ +1,5% e Libor +3,0%; e *ii*) os empréstimos com valores inferiores a 20% do total de cada acordo teriam prazo de noventa dias, renováveis duas vezes por igual período (total de até 270 dias), enquanto aqueles com valor superior a 20% do total, que requeriam acordo prévio com o FMI, teriam validade de dois anos. Estas reformas permitiram tornar a Iniciativa Chiang Mai mais inclusiva, amenizando, ao mesmo tempo, as críticas e as suspeitas das potências ocidentais. Tratava-se de reduzir a dependência da supervisão do FMI e, paralelamente, manter uma atitude colaborativa com o organismo multilateral e o G7.

Desde então, os países asiáticos aprofundaram seu modelo de inserção econômica internacional, baseado na manutenção de uma moeda estável e relativamente desvalorizada e na promoção de exportações com os mercados extrarregionais como destino final. Durante este período, o ciclo econômico mundial foi marcado pela forte expansão da liquidez internacional e acelerado crescimento das reservas internacionais. Frente a este contexto internacional benévolo, os países da ASEAN+3 concentraram-se em manter uma taxa de câmbio competitiva. O resultante aumento do custo de carregamento das reservas incentivou os países a criarem, em maio de 2006, um Grupo de Autoridades, compostos por acadêmicos e funcionários técnicos dos ministérios de finanças, objetivando explorar formas de fortalecer a capacidade de supervisão do mecanismo e, assim, avançar rumo à ampliação e multilateralização da Iniciativa Chiang Mai. Os acordos bilaterais de *swaps* assinados entre os membros passariam a ser oferecidos de forma permanente e simultânea entre todos os membros.

O bloco vem avançando gradualmente em torno desses objetivos. Em 2008, os ministros acordaram elevar o total dos recursos a US\$ 80 bilhões e estabeleceram princípios gerais de governança do fundo e critérios para a concessão dos empréstimos. Posteriormente, em maio de 2009, os ministros de finanças, reunidos em Bali, definiram elevar o total dos recursos ofertados a US\$ 120 bilhões⁹ (Lombardi, 2010). Na ocasião, também se chegou à decisão quanto aos critérios que nortearão o caminho para a constituição da Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada (ICMM).

8. A London Interbank Offered Rate (Libor) é um indicador da liquidez do mercado interbancário de Londres.

9. Devido às assimetrias normativas e institucionais entre seus membros, as contribuições dos países provêm tanto das reservas como de recursos orçamentários (César, 2012a).

A capacidade de endividamento junto ao fundo está baseada no valor das contribuições de cada país, multiplicado por um índice ponderador que favorece as economias menores. Segundo a fórmula estabelecida, o Japão e a China contribuem com o mesmo volume de recursos e contam com o mesmo poder de voto, enquanto a contribuição e o poder de voto da Coreia do Sul correspondem à metade dos aportes e do poder decisório das duas principais economias asiáticas. As decisões sobre temas considerados fundamentais (tamanho do fundo, contribuições, multiplicadores de empréstimo, adesão de membros, termos e condições dos empréstimos) estão sujeitas à aprovação por consenso. Os assuntos referentes à concessão dos empréstimos (aprovação, renovação, *inadimplência*) requerem aprovação por maioria simples. Como se pode notar, o desenho do sistema de governança do mecanismo supõe que nenhum dos três principais promotores da iniciativa poderá isoladamente vetar qualquer medida, induzindo a concertação entre os três países e a colaboração de outros para alterações fundamentais. Dessa forma, a ponderação dos votos fortalece a legitimidade do processo de cooperação regional.

Apesar dos significativos avanços no desenho do mecanismo regional, até o momento, nenhum acordo de *swap* pôde ser instrumentalizado. Sem dúvida, a ausência de um mecanismo de supervisão efetivo constitui uma das principais carências da Iniciativa Chiang Mai. Buscando sanar esta deficiência, seus membros iniciaram, em meados de 2011, o funcionamento de uma unidade independente de supervisão econômica regional, o Escritório de Supervisão Macroeconômica da ASEAN+3 (AMRO). O objetivo do AMRO é promover a operacionalização da Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada, bem como oferecer respostas próprias para a supervisão macroeconômica e a concessão e acompanhamento dos empréstimos. O escritório conta com um número reduzido de técnicos (entre dez e vinte), o que lhe possibilita concentrar-se apenas no intercâmbio de informações (Cohen, 2010).

Desde a posta em marcha do AMRO, novos avanços vêm sendo registrados. Em meados de 2012, os ministros de finanças da ASEAN+3 determinaram duplicar o volume dos recursos disponíveis, ampliando-os a US\$ 240 bilhões, e planejam elevar a 40% a porção dos empréstimos desvinculados ao FMI em 2014 (Rana, 2012). No longo prazo, a iniciativa caminha rumo à promoção da desvinculação dos empréstimos da Iniciativa Chiang Mai do FMI, ampliando, paralelamente, sua capacidade financeira. Apesar dos últimos avanços, não está claro até que ponto os membros do mecanismo estão dispostos a conceder autonomia à unidade avaliadora.

TABELA 2
Multilateralização da iniciativa Chiang Mai

País	Contribuição		Multiplicador de empréstimos	Votos básicos	Votos com base em contribuições		Poder de voto total	
	US\$ bilhões	%			Número de votos	Número de votos	Número de votos	%
China	38,40	China (excluído Hong Kong) 34,2	0,5	1,60	34,20	35,8	25,43	
		Hong Kong 4,2						2,5
Japão	38,40	32,00	0,5	1,60	38,40	40,00	28,41	
Coreia do Sul	19,20	16,00	1	1,60	19,20	20,80	14,77	
China + Japão + Coreia do Sul (+3)	96,00	80,00		4,80	96,00	100,80	71,59	
Indonésia	4,552	3,793	2,5	1,60	4,552	6,152	4,369	
Tailândia	4,552	3,793	2,5	1,60	4,552	6,152	4,369	
Malásia	4,552	3,793	2,5	1,60	4,552	6,152	4,369	
Cingapura	4,552	3,793	2,5	1,60	4,552	6,152	4,369	
Filipinas	4,552	3,793	2,5	1,60	4,552	6,152	4,369	
Vietnã	1,00	0,833	5	1,60	1,00	2,60	1,847	
Camboja	0,12	0,100	5	1,60	0,12	1,72	1,222	
Myanmar	0,06	0,050	5	1,60	0,06	1,66	1,179	
Brunei	0,03	0,025	5	1,60	0,03	1,63	1,158	
Laos	0,03	0,025	5	1,60	0,03	1,63	1,158	
ASEAN	24,00	20,00		16,00	24,00	40,00	28,41	
Total	120,00	100,00		20,80	120,00	140,80	100,0	

Fonte: AMRO (2011)

4.2 Desenvolvimento do mercado financeiro regional

Antes da crise asiática, muitas empresas da região haviam contraído empréstimos em moeda estrangeira junto a instituições financeiras ocidentais e japonesas. O relativamente baixo grau de desenvolvimento do mercado financeiro asiático deixava poucas opções de financiamento às empresas. Após a crise, os países da ASEAN+3 evidenciaram a necessidade de desenvolver seus mercados financeiros, especialmente por intermédio de operações em moeda local, reduzindo o desequilíbrio patrimonial decorrente de estruturas ativas e passivas denominadas em moedas distintas (*currency mismatch*) e prevenindo futuras crises de liquidez. O baixo desenvolvimento dos mercados financeiros locais diante do tamanho das economias e o crescente custo de oportunidade causado pela “reciclagem” das

reservas internacionais nos mercados ocidentais evidenciavam um amplo espaço a ser explorado pela ampliação da escala dos mercados financeiros asiáticos por meio da construção de um mercado financeiro regional. O baixo volume de transações nos mercados financeiros locais resultava em uma baixa presença de agências de risco, tanto globais como regionais, traduzindo-se em uma insuficiente oferta de infraestrutura para apoiar o desenvolvimento dos mercados.

Compartilhando estas preocupações, os ministros de finanças da ASEAN+3 lançaram, em 2003, a Asian Bond Market Initiative (Abmi). A constituição do Fundo Asiático de Títulos (ABF 1), no valor de US\$ 1 bilhão, originário de contribuições voluntárias das reservas internacionais de países do grupo, foi a primeira iniciativa da Abmi. A administração do ABF 1 foi delegada ao Banco de Compensação Internacional (BIS), e seus recursos foram direcionados a títulos soberanos e de empresas estatais emitidos em dólar em oito países da região. Paralelamente, foram criados grupos de trabalho voluntários para estudar e propor ações nas seguintes áreas: *i*) securitização de dívida; *ii*) garantias de crédito; *iii*) títulos em moeda local; *iv*) agências de risco; e *v*) transações cambiais.

Um novo passo foi dado em 2004, quando se criou o ABF 2. Contando com um maior volume de recursos – US\$ 2 bilhões originários de reservas –, a administração de seus investimentos foi delegada à empresa State Street Global Advisors, domiciliada em Cingapura e Hong Kong e com custódia do Shanghai Banking Corporation da China (Dieter, 2007). Seus recursos destinaram-se a seletos títulos públicos e semissobranos em moeda local de oito países. Especificamente, o ABF 2 possui dois componentes, cada um de US\$ 1 bilhão: *i*) Pan-Asian Bond Index Fund; e *ii*) Fund of Bond Funds. Também foi criada a iBoxx ABF, uma parceria constituída com instituições financeiras ocidentais – ABN AMRO Group, JP Morgan e Morgan Stanley – para ofertar referências de índices financeiros para os mercados regionais (Rajan, 2009).

A significativa discrepância entre as avaliações realizadas pelas agências internacionais e suas contrapartes locais foi identificada como um fator de desestímulo à atração de grandes investidores internacionais. O Banco Asiático de Desenvolvimento (ADB) e a Associação de Agências de Risco de Crédito da Ásia (Aarca) somaram-se à iniciativa, passando a trabalhar pela harmonização dos critérios de avaliação de risco e o estabelecimento de “boas práticas” (Spiegel, 2009).

Após a atual crise financeira reafirmar a importância de se contar com mercados financeiros em moeda local, os ministros de finanças da ASEAN+3 lançaram um conjunto de medidas que busca fortalecer a iniciativa. Foi lançado o Mecanismo de Garantia de Crédito e Investimento (CGIF), um fundo de garantia constituído pelo ADB no valor US\$ 500 milhões para respaldar emissões de títulos privados em moeda local (Spiegel, 2009). Paralelamente, a Abmi passou a

promover autoavaliações periódicas, porém voluntárias, entre reguladores nacionais. Integrantes do setor privado somaram-se às discussões buscando incorporar a temática da facilitação e liquidação das transações financeiras entre os países. Vários dos países participantes da Abmi mantêm um considerável nível de controles sobre a conta de capital. Dado o caráter voluntário da participação, os avanços em estabelecer facilidades para realização de transações intrarregionais estão concentrados nos mercados financeiros mais desenvolvidos da região: Japão, Coreia do Sul, Cingapura e Hong Kong.

Persistem diversos desafios para o avanço da iniciativa. Em primeiro lugar, o reduzido volume dos recursos destinados constitui uma limitação evidente. Em segundo lugar, o direcionamento dos investimentos para apoiar apenas títulos públicos ou quase públicos de boa qualidade poderia estar deslocando os títulos privados do mercado. Nesse sentido, o CGIF é uma boa resposta da região às limitações das medidas anteriores. Em terceiro lugar, a ausência da Austrália, Nova Zelândia e Índia, países vizinhos que contam com mercados financeiros de dimensões expressivas e apreciados *expertises*, diminui as potenciais externalidades da iniciativa.¹⁰ Por fim, um ponto importante é que o forte controle da conta de capitais exercido por diversos países reduz significativamente as possibilidades de expansão da liquidez e da capitalização dos mercados.

O valor agregado da Abmi parece concentrar-se na oferta de uma infraestrutura básica comum para apoiar o desenvolvimento dos mercados financeiros asiáticos. Apesar do constante esforço do Japão, maior mercado financeiro da região, por manter viva a iniciativa, os passos dados para a conformação de um mercado financeiro regional são desiguais, ritmados pelos sensíveis interesses nacionais que se encontram atrás da discussão sobre a abertura da conta de capitais.

5 FLAR

5.1 Linhas gerais

Na América do Sul existe um mecanismo de cooperação regional que busca auxiliar os países com dificuldades no balanço de pagamentos: o Flar. O Flar foi criado em 1978 com o nome de Fundo Andino de Reservas e o propósito de prestar serviços aos membros da CAN. É o fundo regional de reservas mais antigo do mundo, com sede em Bogotá, na Colômbia. O Flar compõe o Sistema Andino de Integração, do qual também participa o Banco de Desenvolvimento da América Latina (CAF). Em 1991, seus membros fundadores (Bolívia, Colômbia, Equador, Peru e Venezuela) decidiram abrir a instituição à adesão de todos os

10. Vale destacar que, em abril de 2011, o secretário do Tesouro da Austrália, Wayne Swan, denegou a compra da Bolsa da Austrália pela Bolsa de Cingapura alegando defesa do "interesse nacional" (Singapore..., 2011). Disponível em: <<http://www.thehindubusinessline.com/markets/stock-markets/article1611578.ece>>.

países latino-americanos. Em 2000, a Costa Rica aderiu ao Flar, seguida, em 2009, pelo Uruguai.

O fundo atua como uma cooperativa de crédito que concede empréstimos de curto prazo aos países-membros na proporção de suas contribuições de capital. O capital integralizado da entidade é de US\$ 2,34 bilhões, e seu capital pago, de US\$ 2,03 bilhões. Sua principal fonte de recursos é o capital subscrito pelos países-membros. Somam-se, também, captações realizadas no mercado de capitais e depósitos à vista e a prazo realizados pelos bancos centrais. A partir de 2006, o Flar também passou a receber depósitos de curto prazo. Cabe destacar que, desde a criação do fundo, as capitalizações das utilidades geradas pelo capital integralizado vêm sendo realizadas individualmente pelos países.

TABELA 3

Composição do capital do Flar por país-membro (mar./2012)

País	Capital subscrito (US\$ milhões)	%	Capital pago (US\$ milhões)	%	Reservas (US\$ milhões)	Capital pago / reservas (%)
Bolívia	234,4	10,0	195,7	10,5	12.440	1,6
Colômbia	468,8	20,0	391,3	21,0	33.130	1,2
Costa Rica	234,4	10,0	234,4	10,5	4.627	5,0
Equador	234,4	10,0	195,7	10,5	3.931	5,0
Peru	468,8	20,0	391,3	21,0	55.843	0,7
Uruguai	234,4	10,0	234,4	7,0	12.810	1,8
Venezuela	468,8	20,0	391,3	21,0	27.587	1,4
Total	2.344,0	100,0	2.034,1	100,0	150.368	1,3

Fonte: Flar e bancos centrais.
Elaboração do autor.

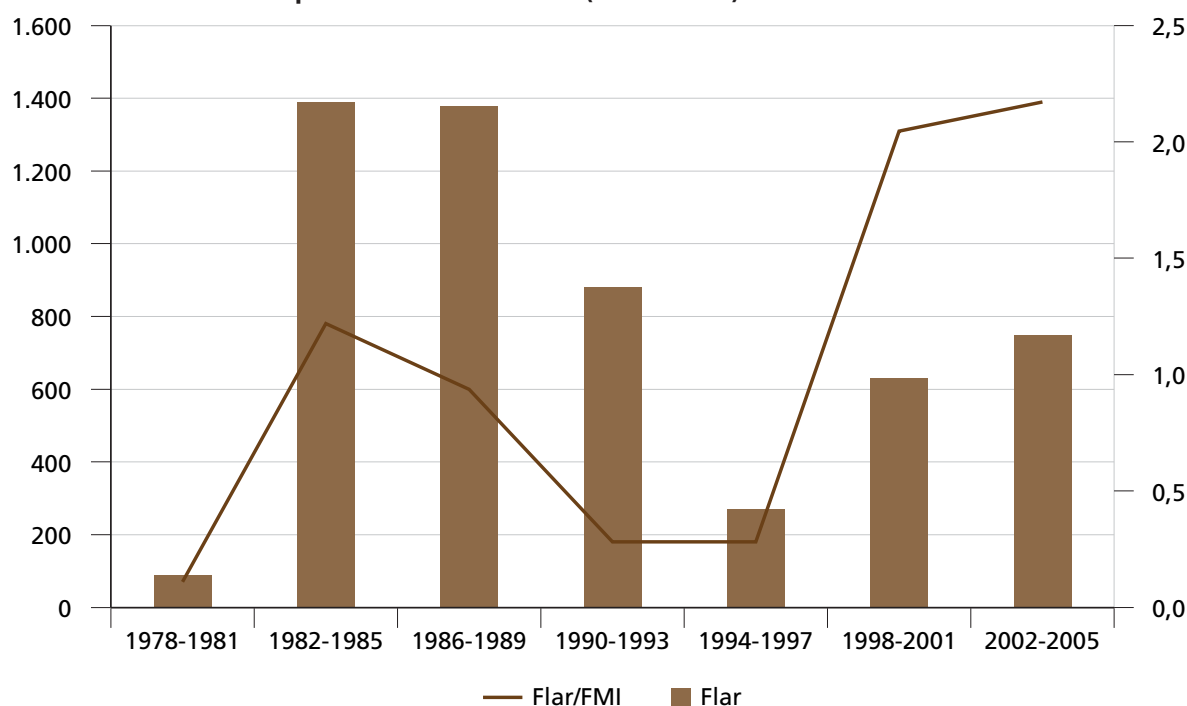
O Convênio Constitutivo do Flar (capítulo 1, Artigo 3º) estabelece os seguintes objetivos para a instituição:

- apoiar o balanço de pagamentos ou as reestruturações de dívida dos países-membros, outorgando créditos ou garantindo empréstimos a terceiros;
- melhorar as condições de investimento das reservas internacionais dos países-membros; e
- contribuir para a harmonização das políticas cambiais, monetárias e financeiras dos países-membros (Flar, 2012).

O fundo vem desempenhando um papel bastante ativo na concessão de empréstimos de curto prazo aos países-membros, inclusive em valores superiores aos empréstimos do FMI. Entre 1978 e 2012, o Flar desembolsou US\$ 10,2 bilhões.

De acordo com Ocampo e Titelman (2010), entre 1978 e 2005, os empréstimos concedidos responderam pelo equivalente a 60% do total do financiamento do FMI aos países integrantes do mecanismo regional. Estes recursos foram constituídos, em maior medida, de empréstimos de apoio à balança de pagamentos e créditos para fins de liquidez. Nota-se, também, que, após a crise asiática, elevou-se o ativismo do Flar em termos comparativos com o FMI.

GRÁFICO 4
Flar: total de empréstimos concedidos (1978-2005)



Fonte: Ocampo e Titelman (2010).

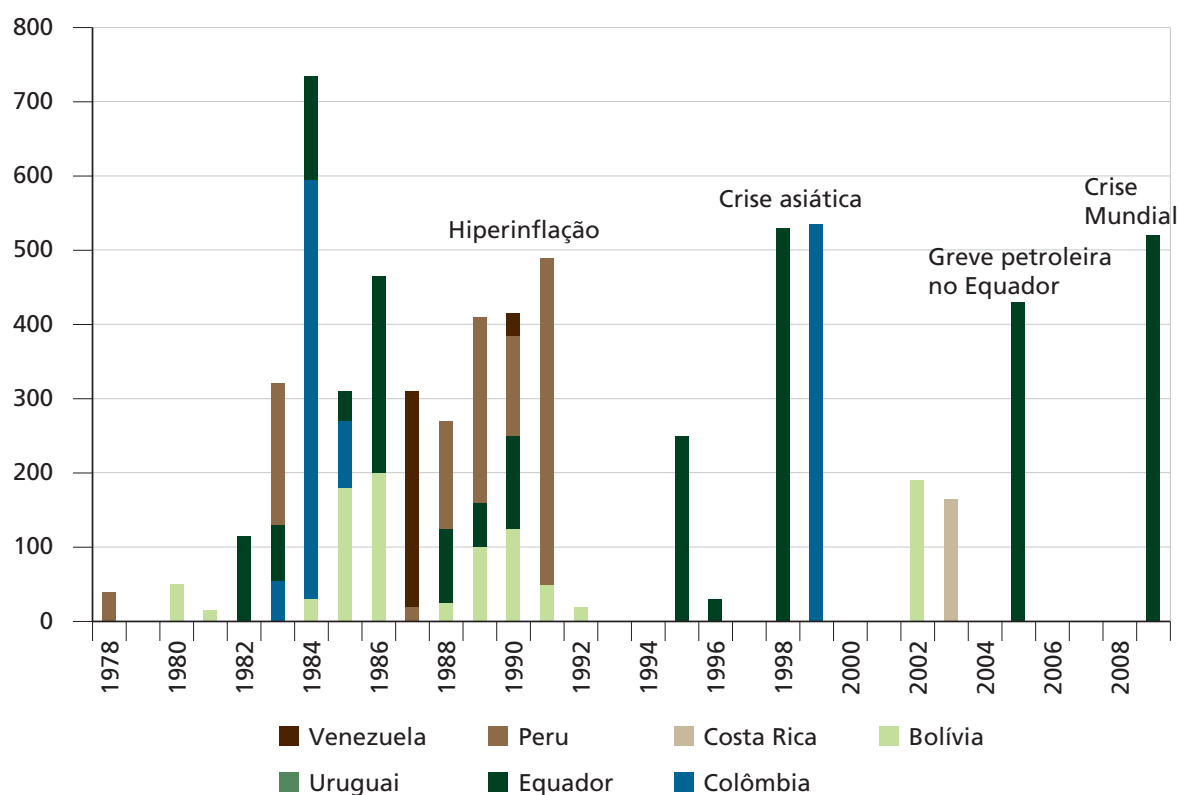
TABELA 4
Modalidades dos empréstimos (1978-2012)
(Em US\$ milhões)

Modalidade	Empréstimos
Balança de pagamentos	4.906
Liquidez	4.397
Contingência	470
Reestruturação de dívida	453
Total	10.226

Fonte: Flar. Disponível em: <https://www.flar.net/documentos/2784_Fondo_Latinoamericano_de_Reservas_2012.pdf>.

De acordo com as demonstrações financeiras do Flar, o único país a figurar como devedor do fundo em 2012 foi o Equador, que se encontrava honrando um empréstimo de US\$ 500 milhões, com prazo de três anos, contraído naquele mesmo ano.

GRÁFICO 5
Créditos aprovados durante episódios de crise (1978-2008)
 (Em US\$ milhões)



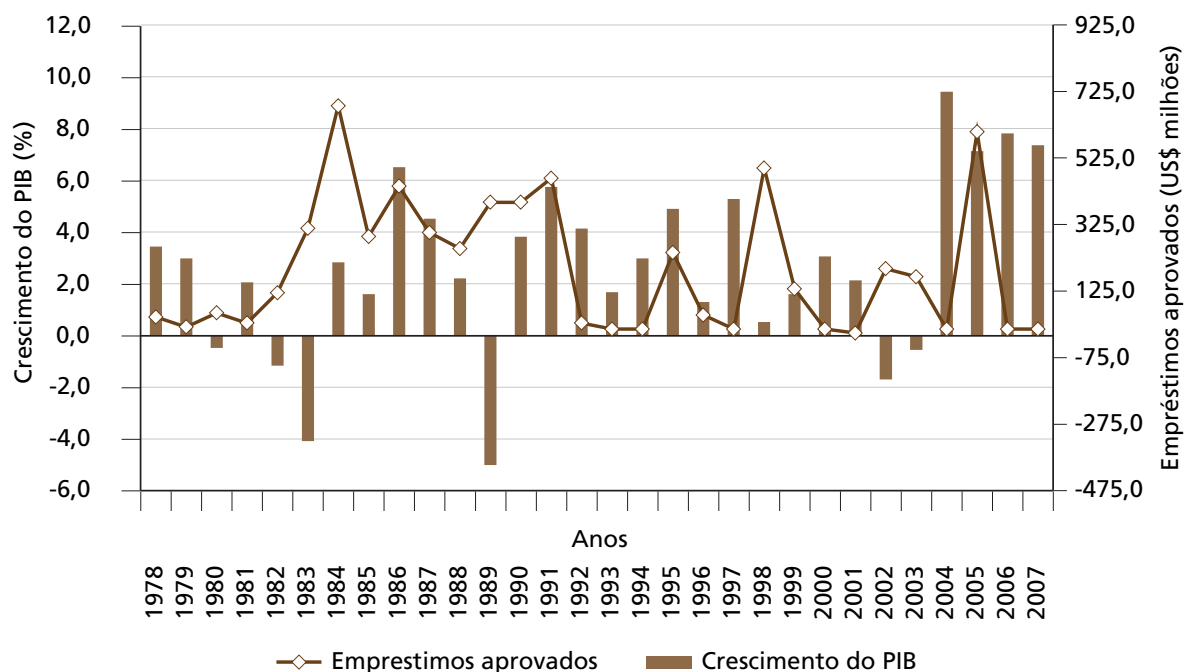
Fonte: Flar. Disponível: <https://www.flar.net/documentos/2784_Fondo_Latinoamericano_de_Reservas_2012.pdf>.

Para os países beneficiados, os fundos obtidos junto ao Flar foram muito importantes para aliviar restrições de liquidez. Como exemplos, no caso da Bolívia, entre 1985 e 1986, os empréstimos equivaleram a 30% de suas exportações e a 35% de suas reservas internacionais; em 1998, no Equador, a 28% de suas reservas internacionais; e na Colômbia, em 1984, a 30% de suas reservas internacionais.

Ainda que a capacidade financeira do Flar seja notoriamente inferior à do FMI, a concessão de empréstimos de forma rápida e oportuna é uma importante característica e vantagem comparativa do mecanismo regional.¹¹ O FMI exige normalmente processos negociadores relativamente longos, o que tende a agravar as crises e, conseqüentemente, ampliar a demanda por novos recursos. Em alguns momentos, como ressalta Titelman (2006), o Flar foi a única instituição a contribuir com países em situação de crise. Em 1988, quando o Peru registrou uma queda do seu PIB de 8,4%, o Flar ofertou-lhe US\$ 130 milhões, enquanto o FMI não disponibilizou recursos. Pode-se confirmar que, além de liberações ágeis, os empréstimos do Flar desempenham claro perfil contracíclico.

11. O período para a aprovação de créditos para balança de pagamentos e reestruturação de balança de pagamentos tem sido, em média, de 32 dias. Disponível em: <https://www.flar.net/documentos/2784_Fondo_Latinoamericano_de_Reservas_2012.pdf>.

GRÁFICO 6
 Variação do PIB dos países-membros e empréstimos
 aprovados pelo Flar (1978-2007)



Fonte: Ocampo e Titelman (2010).

Os recursos desembolsados pelo Flar são registrados pelos bancos centrais como dívida em suas contas de reserva internacional, oferecendo um elevado nível de garantia de devolução dos empréstimos. O *status* de credor preferencial concedido ao Flar reflete um elevado sentimento de pertencimento dos países-membros, o que torna o custo da perda de reputação extremamente alto em comparação com eventuais vantagens temporárias obtidas com o não pagamento do empréstimo. Este sentimento também é refletido na rapidez com que são aprovadas as solicitações de desembolso cursadas por seus membros. O outorgamento semiautomático dos créditos de liquidez e de contingência tem levado o Flar a negociar com o FMI a contabilidade do capital pago por seus membros como ativos de reserva internacional (César, 2010).

Historicamente, os membros do fundo sempre pagaram suas dívidas com a instituição, ainda que em situação de moratória de dívida externa. Estes fatos se veem refletidos nos comentários e na avaliação recebidos pelo Flar. Em fevereiro de 2009, no momento mais crítico da crise internacional, a agência Moody's qualificava o Flar como *Aa2*, e a Standard and Poor's, como *AA* – grau de investimento em ambos os casos. A Standard and Poor's classificava-o como a instituição com melhor avaliação de toda América Latina: “o Flar nunca registrou uma inadimplência de seus bancos centrais devedores ou foi forçado a reestruturar um empréstimo concedido a um banco central devedor (...) tudo isso reflete o histórico tratamento de credor preferencial concedido ao Flar” (Leos e Reusche, 2009).

A excelente gestão de risco do Flar permite-lhe realizar captações de recursos no mercado de capitais a custos competitivos. Sua política de investimentos contempla uma possibilidade de perdas anuais de até 5%. Os títulos nos quais são investidos os recursos do fundo devem receber as seguintes classificações mínimas das agências de classificação:

- *A-*, para títulos de longo prazo, e *A2*, para títulos de curto prazo, da Standard and Poor's;
- *A3*, para títulos de longo prazo, e *P2*, para títulos de curto prazo, da Moody's; e
- *A-*, para títulos de longo prazo, e *F2*, para títulos de curto prazo, da Fitch.

Os investimentos são realizados obrigatoriamente em dólares. O Flar até hoje realizou apenas duas emissões: *i*) em 2003, uma emissão de US\$ 150 milhões, com remuneração fixa de 3% e prazo de três anos – certificada como o melhor título multilateral da América Latina em 2003; *ii*) em 2006, uma emissão US\$ 250 milhões, com prazo de cinco anos e remuneração trimestral equivalente à taxa Libor de três meses, mais 20 pontos básicos, realizada a 100% de seu valor de face. Tendo em conta a capacidade de alavancagem do Flar – US\$ 5,85 bilhões, equivalentes a 2,5 vezes seu capital –, o reduzido volume e o número das emissões realizadas visariam apenas à demarcação de qualificações pelo mercado.

O Flar vem mostrando-se ativo na oferta de instrumentos de forma concertada com outros organismos financeiros regionais. No contexto da crise internacional, em outubro de 2008, o Flar lançou, em parceria com o CAF e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), linhas de crédito conjuntas por um valor total de US\$ 11 bilhões. Destes, US\$ 1,8 bilhão constituía-se de contribuições do Flar canalizadas por meio de linhas de crédito de liquidez oferecidas aos bancos centrais. O acordo também estipulou que o Flar poderia dispor de outros US\$ 2,7 bilhões por meio de suas linhas de contingência, segundo a evolução das condições do mercado (BID, 2008).

5.2 Governança

O Convênio Constitutivo do Flar estabelece os seguintes órgãos decisórios: a Assembleia de Representantes, o Diretório e a Presidência Executiva. A Assembleia, instância decisória máxima do Flar, é integrada pelos ministros da fazenda ou finanças dos países-membros. O Diretório está constituído pelos governadores ou presidentes de bancos centrais dos países-membros. A Presidência Executiva é o órgão técnico permanente do fundo. O presidente executivo é o representante legal do Flar, sendo eleito pelo Diretório para um mandato de três anos, renovável por outros três.

Apesar da diferenciação entre o capital mínimo pago exigido quando do ingresso dos países, cada um conta com uma cadeira e um voto, tanto na Assembleia

como no Diretório.¹² Os acordos da Assembleia são aprovados com três quartos dos votos – seis dos sete membros atuais. Adicionalmente, as decisões consideradas importantes – aumento de capital, criação de fundos especiais, modificação do convênio e limites e prazos de crédito – exigem, além da aprovação de três quartos, que os votos negativos não superem 20% do total dos votos emitidos. Até o momento, o consenso primou em todas as tomadas de decisões da instituição.

Como se observa, as instâncias de aprovação dos empréstimos variam de acordo com o tipo de crédito solicitado. No caso de a demanda simultânea por créditos limitar a capacidade de empréstimo do Flar, os empréstimos devem ser divididos no limite da capacidade disponível em valores proporcionais ao capital pago por país, reduzindo-se a capacidade de endividamento dos países.

QUADRO 2

Tipos de crédito, condições e instâncias de aprovação

Tipo de crédito	Prazo	Taxa de juros	Limite de acesso ¹	Instância de aprovação
Balanco de pagamentos	Três anos com um ano de carência	Libor de três meses mais 400 pontos	Duas vezes e meia o capital pago	Diretório
Reestruturação de dívida externa	Três anos com um ano de carência	Libor de três meses mais 400 pontos	Uma vez e meia o capital pago	Diretório
Liquidez	Até um ano	Libor de três meses mais 150 pontos	Uma vez o capital pago	Presidência Executiva
Contingência	Seis meses renováveis	Libor de três meses mais 150 pontos	Duas vezes o capital pago	Presidência Executiva
Tesouraria	De um a trinta dias	Ainda não definida	Duas vezes o capital pago	Presidência Executiva

Fonte: Flar. Disponível em: <https://www.flar.net/documentos/2784_Fondo_Latinoamericano_de_Reservas_2012.pdf>.

Nota: ¹ Os bancos centrais da Bolívia e do Equador contam com um adicional de 0,1 no limite de acesso em relação aos demais membros, exceto para crédito de tesouraria.

A Direção de Estudos Econômicos (DEE) do Flar exerce o papel de Secretaria Técnica do Diretório e da Presidência Executiva. A DEE realiza o monitoramento do desempenho macroeconômico e dos sistemas financeiros de cada país-membro, publicando regularmente um amplo conjunto de indicadores mensais e trimestrais e um boletim semestral contendo informações macroeconômicas e financeiras sobre cada membro. A forte proximidade com a realidade econômica dos países e o constante contato com os bancos centrais proporcionam uma destacável vantagem comparativa com relação ao FMI.

12. Países de *grande dimensão econômica* (Colômbia, Peru e Venezuela) devem apresentar um capital mínimo pago de US\$ 250 milhões, enquanto aqueles considerados de *pequena dimensão econômica* (Bolívia, Costa Rica, Uruguai e Equador), de apenas US\$ 125 milhões. Em caso de contribuição inferior à estabelecida por sua "dimensão econômica", o país poderá conformar uma cadeira com outros aderentes.

Como visto, a maior parte dos empréstimos historicamente concedidos pelo organismo centrou-se no crédito de liquidez e crédito para balanço de pagamentos, apesar de os créditos de liquidez e de contingência serem as linhas com as taxas de juros mais competitivas. Além disso, a liberação destas duas linhas se dá de forma imediata, requerendo apenas a aprovação do presidente executivo. Por fim, a falta de registros de solicitações de créditos de tesouraria indicaria a necessidade de reavaliação de suas condições, principalmente de seu prazo.

BOX 2

Negociação de crédito do Flar para balanço de pagamentos

Informações requeridas:

- valor do crédito solicitado;
- prazo proposto para amortização;
- cronograma e esquema propostos para desembolsos;
- explicação da natureza e duração do desequilíbrio do balanço de pagamentos motivador da solicitação, a qual deve ser respaldada por informações estatísticas das reservas, perspectivas de comércio exterior e movimentos de capital dos dois anos anteriores à solicitação;
- informação de outros financiamentos já obtidos ou que se busque obter junto a outras fontes externas para completar a assistência solicitada;
- informação sobre as medidas de política econômica em aplicação ou que sejam propostas para corrigir ou amenizar o desequilíbrio externo, com metas e limites quantitativos;
- carteira de crédito do sistema bancário desagregada por moeda nacional e estrangeira e prazos;
- dívida externa desagregada dos setores público e privado;
- valor das importações e exportações desagregadas por origem, destino e produto;
- balanço do banco central; e
- projeções para os próximos três anos das principais variáveis macroeconômicas (crescimento; valor do PIB em dólar e em moeda local; balanço do setor público; inflação; setor externo; dívida pública; e câmbio).

Elaboração do autor.

O crédito para balanço de pagamentos é a linha que apresenta o prazo mais longo e o limite de acesso mais amplo do Flar, exigindo um processo de avaliação menos ágil e demandando um maior número de requisitos. Devido ao seu perfil, esta linha é utilizada como um interessante instrumento para melhorar os termos do apoio negociado junto ao FMI. Exige-se que o país interessado encaminhe um relatório informando sobre as medidas que planeja adotar para reestabelecer o equilíbrio de sua balança de pagamentos, as quais não deverão contemplar restrições às importações de produtos provenientes dos demais membros. A Presidência Executiva, com o auxílio da DEE, apresenta, em até trinta dias, sua avaliação sobre o pleito para deliberação final da Assembleia, que deverá declarar se o país encontra-se realmente em situação de insuficiência de reservas. A análise realizada

pela DEE deve determinar se o tipo de desequilíbrio macroeconômico é de natureza estrutural ou conjuntural para, então, estabelecer a eventual necessidade da adoção de alguma medida de ajuste. Para tanto, a Presidência Executiva requer um conjunto de informações ao país solicitante (box 2).

5.3 A viabilidade da ampliação do Flar

A experiência positiva do Flar e o significativo aumento do volume das reservas acumuladas pelos países da América do Sul durante os últimos anos levam a analisar a possibilidade de ampliação do mecanismo regional, tanto de seus recursos como de seus membros. Como visto, duas das variáveis mais relevantes para que um país tenha incentivos de aderir a um fundo de reservas são o volume de recursos que o país passará a ter acesso e sua volatilidade, ambas refletidas no *índice de cobertura*. Levando em consideração estas e outras variáveis, Machinea e Titelman (2007) avaliam a viabilidade da ampliação do Flar para um total de dez países, incluídos os atuais membros (exceto o Uruguai) e os quatro principais mercados financeiros da América Latina (Brasil, Argentina, Chile e México).

Primeiramente, os autores buscaram correlacionar os choques entre os mencionados países durante o período 1990 e 2005, valendo-se das seguintes variáveis: *i*) dinâmica das reservas internacionais; *ii*) ingressos de capitais privados; e *iii*) variação dos termos de troca de cada país. Os resultados obtidos indicam que a correlação na variação das reservas, em alguns casos, foi significativa – coincidência temporal da ocorrência de emergências, o que desfavorece a associação dos países –, mas também apontam que as oscilações afetaram os países em distintos graus de intensidade durante o período. Como existe um comportamento de acúmulo de reservas comum a vários países da amostra, foram aplicadas algumas técnicas para reduzir o efeito da tendência.¹³ No que concerne aos termos de troca, não foram observados padrões definidos, enquanto os ingressos de capital privado apresentaram uma correlação positiva, mas não próxima da unidade. Outras considerações somam argumentos favoráveis à expansão do Flar:

- a concessão de empréstimos no início de um período de restrição de liquidez poderia evitar ou suavizar o impacto da crise em determinado país, reduzindo o contágio regional, incluindo o efeito das crises financeiras sobre o comércio regional, intensivo em valor agregado;
- a ampliação do capital aumentaria também sua capacidade de captação de recursos junto aos mercados internacionais, reduzindo sua vulnerabilidade às oscilações das reservas internacionais dos membros; e

13. Utilizou-se o filtro de Hodrick-Prescott, ferramenta que suaviza ciclos de curto prazo, e foram calculadas as variações anuais das reservas.

- ainda que diante de correlações positivas e efeito contágio, a demanda sequencial por recursos ou diferenças de intensidade viabilizaria sua ampliação.

Em um segundo momento, Machinea e Titelman (2007) calculam o índice de cobertura oferecido pelas reservas internacionais dos dez países, em função de seu tamanho e volatilidade, para diferentes graus de compartilhamento p ($0 \leq p \leq 1$). Como se nota, os resultados indicam que Chile e Colômbia tenderiam a uma redução do índice de cobertura, agregando maior volatilidade às suas reservas. Provavelmente, a política cambial destes países absorveria, em maior medida, os choques externos, devendo ser explorados os benefícios colaterais associados a uma maior estabilidade cambial. Por sua vez, México, Equador, Peru e Bolívia apresentariam um forte aumento do índice de cobertura, sendo os países potencialmente mais beneficiados. Para o Brasil, em termos de cobertura, o ingresso ao fundo resultaria em modesto ganho, com a Argentina apresentando resultado ligeiramente superior.

TABELA 5
Índice de cobertura das reservas internacionais (1990-2005)

País	$p = 0$	$p = 0,1$	$p = 0,2$	$p = 0,3$	$p = 0,4$	$p = 0,5$	$p = 0,6$	$p = 0,7$	$p = 0,8$	$p = 0,9$	$p = 1$
Bolívia	2,74	3,38	3,41	3,41	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42
Colômbia	4,06	3,69	3,57	3,52	3,49	3,47	3,45	3,44	3,44	3,43	3,42
Costa Rica	3,09	3,44	3,43	3,43	3,43	3,43	3,43	3,43	3,43	3,43	3,42
Equador	2,49	3,38	3,41	3,41	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42
Peru	2,62	3,12	3,25	3,32	3,35	3,37	3,39	3,40	3,41	3,42	3,42
Venezuela	3,04	3,38	3,44	3,45	3,45	3,44	3,44	3,44	3,44	3,43	3,42
Argentina	2,89	3,47	3,56	3,56	3,54	3,51	3,49	3,47	3,45	3,44	3,42
Brasil	3,01	3,29	4,43	3,49	3,51	3,50	3,49	3,48	3,46	3,44	3,42
Chile	5,24	4,28	3,92	3,74	3,64	3,57	3,53	3,49	3,46	3,44	3,42
México	1,79	2,18	2,48	2,71	2,9	3,04	3,15	3,24	3,31	3,37	3,42

Fonte: Machinea e Titelman (2007).

Esses resultados indicam que a ampliação do Flar é possível, mas sua análise deve ser realizada com cautela. Desde o ponto de vista do índice de cobertura, não haveria incentivos para aqueles países que apresentam maior volatilidade de suas reservas (Chile e Colômbia). Por sua vez, Brasil e Argentina teriam modestos ganhos de cobertura. Na seguinte subseção serão explorados potenciais cursos de ação visando ao fortalecimento da atuação do Flar.

5.4 A potencialidade do Flar

Apesar de seu excelente histórico, parece evidente que o potencial do Flar está sendo subutilizado pela região. O significativo aumento do volume de reservas internacionais acumuladas pelos países da América do Sul indica que a instituição apresenta um elevado potencial a ser explorado, com amplos benefícios para todo o continente.

O Flar tem sido tradicionalmente uma instituição integrada por pequenos e médios países. Entre os países da América Latina, Argentina, Brasil, México, Paraguai e Chile são os casos mais evidentes de países não membros. No caso do Paraguai e do Chile, não pareceria haver grandes dificuldades para suas incorporações. O Paraguai é um país pouco integrado aos mercados financeiros internacionais – o governo paraguaio realizou, em janeiro de 2013, sua primeira emissão de títulos soberanos no mercado internacional – e acumula um dos maiores volumes de reservas internacionais com relação ao PIB (25%) na região. Este país apresentou formalmente seu pedido de adesão durante a 68ª Reunião Extraordinária do Diretório do Flar, realizada em julho de 2012.¹⁴

Apesar de a entrada do Chile apresentar uma expectativa, ao menos inicial, de maior volatilidade para suas reservas, o país é um dos que mais vêm apostando na integração financeira na região. A Argentina e os países da CAN, especialmente o Peru, possuem um elevado estoque de investimentos chilenos. Agregam-se a isto dois recentes eventos de especial importância: as bolsas de comércio de Santiago (Chile), Lima (Peru) e Bogotá (Colômbia) assinaram, em 2010, acordo prevendo a conectividade de suas operações em projeto denominado Mercado Integrado Latino-Americano (Mila)¹⁵ (BID, 2010). Por meio destes acordos, as ações das três bolsas andinas passaram, a partir de maio de 2011, a ser listadas de forma conjunta, abrindo-se às corretoras a possibilidade de ordens de compra e venda recíprocas. Em clara demonstração de apoio, a Standard & Poor's lançou o Índice S&P Mila 40, visando ao monitoramento das quarenta ações mais líquidas negociadas nos três países. Ainda em 2010, a Bolsa de Santiago assinou acordo bilateral de roteamento de ordens com a Bovespa, do Brasil (BM&FBOVESPA, 2010). Sem dúvidas, ao longo dos próximos anos, aumentará a correlação entre os ciclos financeiros do Chile, da Colômbia e do Peru, membros do Flar, e do Brasil, principal destino dos investimentos chilenos no exterior desde 2010.¹⁶

Quanto à incorporação do México, deve-se ressaltar que o país é o principal beneficiário da rede de *swaps* do Acordo Marco Norte-Americano (NAFA – North American Framework Agreement) (McKay, Volz e Wolfinger, 2010). Além disso,

14. Disponível em: <<https://www.flar.net/contenido/categoria.aspx?catId=151>>.

15. Para mais informações, ver: <<http://www.mercadointegrado.com>>.

16. Ver: <<http://www.direcon.gob.cl/inversion/3971>>.

a forte correlação do ciclo econômico e financeiro do México com o dos Estados Unidos e o elevado grau de concentração e desnacionalização de seu sistema bancário constituem características pouco propícias para a sua integração, refletidas nas destoantes variações do índice de cobertura de reservas (tabela 5).¹⁷ Somam-se a estes pontos a convergência de posições entre México e Estados Unidos no G20, com notórias divergências com relação às posições defendidas por Brasil e Argentina (EU..., 2010; Salazar, 2012). A princípio, estas ponderações sugerem que seria mais propício que a integração do México inicie-se bilateralmente, por meio do estabelecimento de acordos de *swaps* com os países da América do Sul.

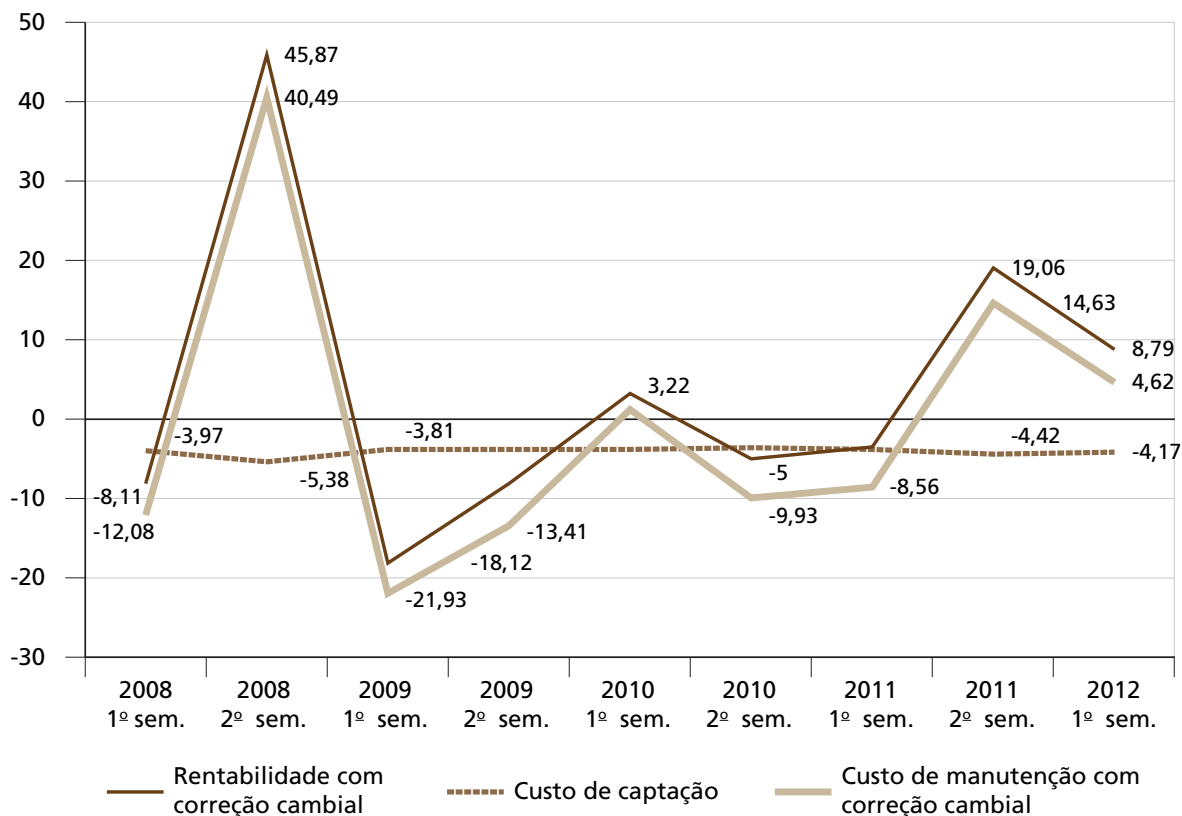
A situação seria distinta para o caso do Brasil e da Argentina. Ambos os países foram os principais promotores da criação do Conselho de Ministros de Economia e Finanças da Unasul, estabelecido em maio de 2010. O Artigo IV do Estatuto do Conselho prevê, entre seus objetivos, “promover estratégias e estudos pertinentes para aprofundar as medidas de coordenação dos Bancos Centrais na administração das reservas internacionais” (Unasul, 2010). Brasil e Argentina poderiam promover o fortalecimento do conselho aproximando-se gradualmente do Flar. Esta aproximação poderia instrumentalizar-se por meio da nomeação de observadores permanentes e a colocação de parte de suas reservas sob a administração do Flar. Paralelamente, mereceria ser avaliado acordo de cooperação técnica entre a DEE do Flar e o Grupo Técnico de Integração Financeira (GTIF) da Unasul, instância executiva e técnica do conselho, visando ao intercâmbio de informações e à elaboração de trabalhos técnicos conjuntos. Este voto de confiança do Brasil e da Argentina, os dois únicos países da América do Sul a possuir diretores-executivos no FMI e a participar do G20, no Flar e na própria Unasul, fortaleceria a institucionalização do processo de cooperação financeira regional e a coordenação de posições entre representantes e representados, elevando a legitimidade de ambos os países no plano multilateral.

17. Como aponta o diretor-executivo do Brasil no FMI, Paulo Nogueira Batista Júnior (Batista Júnior, 2008, p. 226): “Como conceito político, a América Latina perdeu muito de sua relevância. O México e a América Central parecem ter caído irremediavelmente na órbita dos Estados Unidos. Não se pode contar com os mexicanos e centro-americanos para a construção de um projeto de integração que se pretenda autônomo e soberano”. A estas considerações deve-se agregar que, segundo Freitas (2010), em dezembro de 2009, 82,1% dos ativos do sistema bancário mexicano estavam em mãos de instituições privadas de capital estrangeiro; e 36,0% do total dos ativos bancários mexicanos pertenciam apenas a duas instituições espanholas (BBVA e Santander), enquanto o americano Citibank possuía outros 23,6%.

GRÁFICO 7

**Custo de carregamento das reservas internacionais brasileiras –
taxas semestrais (2008-2012)**

(Em %)



Fonte: Safatle (2012).

Mas o ingresso do Brasil e da Argentina também exigiria ajustes ao próprio Flar. Devido ao peso de suas economias, um eventual ingresso da Argentina e, especialmente, do Brasil deveria resultar no estabelecimento de condicionalidades macroeconômicas a serem cumpridas pelos membros do fundo regional. A evolução da atividade econômica e do câmbio no Brasil vem apresentando efeitos-derrame significativos sobre as demais economias da América do Sul (Adler e Sosa, 2012). Contudo, o custo do carregamento das reservas internacionais brasileiras vem apresentando importante redução desde o início da crise internacional, motivada pelo processo de cortes da taxa de juros doméstica (Selic) e desvalorização do real (gráfico 7 e Safatle, 2012). Paralelamente, o Banco Central do Brasil vem promovendo, desde 2008, um gradual processo de diversificação dos investimentos das reservas (apêndice 1).

Apesar de as reservas brasileiras haverem encerrado 2012 próximas a US\$ 400 bilhões, ainda respondem apenas por 15% do PIB, proporção inferior à registrada

pelos demais BRICS e outros países da América Latina (tabela 1). A redução do custo de carregamento e a expressiva margem existente para a expansão das reservas brasileiras; a maior estabilidade econômica da América do Sul e sua interdependência com o Brasil; e a necessidade de fortalecer o processo de integração regional e a atuação do país nas esferas financeiras multilaterais indicam ser decrescente o custo para o Brasil incorporar-se a estas iniciativas. Sem dúvida, a negociação do ingresso do Brasil ao Flar ofereceria um exercício inédito de coordenação macroeconômica para toda a região.

Outra discussão a ser feita em paralelo com a incorporação de novos membros refere-se ao aumento dos recursos do Flar. As possibilidades de oferta de apoio aos países-membros dependem da capacidade financeira da instituição. O volume de seus recursos determina sua possibilidade de endividamento junto aos mercados internacionais. Isto levanta diversas possibilidades. A primeira, e mais evidente, seria que o Flar passasse a capitalizar as utilidades geradas anualmente por suas reservas. Esta decisão poria em evidência a confiança dos países na instituição, permitindo a capitalização do Flar sem a necessidade de novas contribuições. Uma segunda opção seria elevar o capital mínimo pago pelos países, ajustando-o tanto para os futuros como para os atuais membros. Parte da elevação deste capital poderia dar-se mediante alguma contribuição de ativo colateral que não afetasse a avaliação de risco da instituição.

Uma análise comparativa do volume de reservas dos países da América do Sul e de suas quotas no FMI e no Flar evidencia o potencial de expansão existente e a necessidade de reformas de governança para sua efetivação (tabela 6).

TABELA 6
Quotas no FMI e no Flar e reservas dos países sul-americanos (dez./2010)

	Bolívia	Colômbia	Equador	Peru	Vene- zuela	Costa Rica	Uruguai	Brasil ¹	Argentina	Paraguai	Chile ¹
Quotas no Flar (US\$ milhões)	234	469	234	469	469	234	234	0	0	0	0
Quotas no FMI (US\$ milhões)	261	1.176	459	970	4.042	249	466	4.645	3.239	153	1.309
Participação nas quotas sul-americanas (%)	1,5	6,9	2,7	5,7	23,8	1,5	2,7	27,4	19,0	0,9	7,9
Reservas (US\$ milhões)	9.655	27.818	2.701	43.187	29.543	4.587	7.584	285.906	51.745	4.220	27.569

(Continua)

(Continuação)

	Bolívia	Colômbia	Equador	Peru	Vene- zuela	Costa Rica	Uruguai	Brasil ¹	Argentina	Paraguai	Chile ¹
Participação nas reservas sul-americanas (%)	1,9	5,6	0,5	8,7	6,0	0,9	1,5	57,8	10,5	0,8	5,8
PIB (US\$ milhões) ²	19.640	288.782	57.978	157.324	239.620	35.831	40.265	2.143.031	370.263	18.298	203.443
Participação no PIB sul-americano (%)	0,6	8,0	1,6	4,4	6,7	1,0	1,1	60,0	10,3	0,5	5,7

Fonte: FMI, Flar e bancos centrais.

Notas: ¹ Tanto o Brasil como o Chile realizaram contribuições adicionais ao FMI por meio dos novos acordos para a obtenção de empréstimos (NABs, na sigla em inglês). O Brasil contribuiu com 8,740 bilhões de direitos especiais de saque (DES) – o equivalente a US\$ 13,616 bilhões –, enquanto o Chile contribuiu com 1,700 bilhões de DES, correspondentes a US\$ 2,648 bilhões. Ver: <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/gabnabs.htm>>. Acesso em: 21 dez. 2010.

² Valores referentes a 2010, a preços correntes.

O aumento do número de membros e das quotas do Flar exigiria o fortalecimento de sua capacidade de supervisão e monitoramento sobre os membros. Para tanto, seria fundamental elevar a capacidade de trabalho da DEE, concedendo-lhe maior autonomia, ampliando seu número de analistas – atualmente são apenas cinco – e estabelecendo missões de supervisão aos países em termos semelhantes aos do Artigo IV do Acordo Constitutivo do FMI. Um importante passo nessa direção foi dado em 2011, quando o Flar iniciou seu Programa de Supervisão Macroeconômica, que consta da realização de missões semestrais a cada país, diálogo com os setores público e privado, e elaboração de análises e recomendações, de caráter reservado, ao Diretório do Flar (César, 2012b). Poder-se-ia, também, estudar a possibilidade da realização de missões conjuntas com o próprio FMI. Estas medidas visariam estabelecer um mecanismo de pré-qualificação, ofertando aos países solicitantes linhas de crédito precatórias e definindo, segundo sua qualificação, programas de crédito isentos ou não de condicionalidades. Quanto a este último ponto, não parece sensato a aplicação de condicionalidades estritas, ou simplesmente a aplicação de condicionalidades, aos créditos com valor inferior à contribuição realizada pelo país solicitante ao fundo comum.

O avanço dessas medidas permitiria a formalização de um sistema de troca de informações, diálogo entre autoridades e alerta, antevendo eventuais problemas da conjuntura das economias nacionais e da evolução do ambiente internacional. O mecanismo de supervisão também serviria como base para a promoção de uma eventual coordenação de políticas, englobando variáveis fiscais, monetárias, creditícias e regulação macroprudencial. Tendo em mente a experiência do Tratado de Maastricht, não seria prudente a adoção de metas explícitas ao estilo europeu. A coordenação das políticas cambiais, monetárias e financeiras, um dos objetivos do Flar, deveria iniciar-se a partir do monitoramento dos fluxos de capital e da regulação macroprudencial. O início, em 2013, da implementação

dos requerimentos de Basileia III poderia induzir uma maior coordenação da regulação macroprudencial dos países da região.¹⁸ Estas medidas reduziriam o risco moral associado aos empréstimos, possibilitando o acesso a um maior número de informações fidedignas para a elaboração de diagnósticos mais ajustados às particulares realidades nacionais. Uma maior capacidade de supervisão do Flar permitiria, igualmente, a liberação de um maior volume de recursos e de forma mais rápida.

Uma maior coordenação de ações com o FMI também seria importante para ampliar a capacidade financeira e de supervisão do mecanismo regional. Recentemente, técnicos do organismo multilateral (IMF, 2010) propuseram que os fundos regionais de liquidez sejam ampliados por meio da contratação da FCL do FMI. A medida visa reduzir o estigma associado aos empréstimos do FMI. Além de a proposta implicar uma reforma do Estatuto do FMI, que apenas permite financiamentos aos países-membros, resultaria no desafio de compartilhar o risco dos empréstimos entre todos os países integrantes do mecanismo regional. A cooperação técnica ofertada pelo FMI poderia ser particularmente interessante para fortalecer o monitoramento fiscal das economias e a identificação de volatilidades transmitidas pelos mercados financeiros globais, temáticas em que o FMI apresenta maiores capacidades. Estas medidas aumentariam o valor agregado por ambas as instituições. Por um lado, integrariam melhor a supervisão do FMI entre os níveis multilateral e bilateral e, por outro, abririam espaço para que a unidade de supervisão regional se concentrasse na identificação de vulnerabilidades regionais específicas, propondo iniciativas que promovam a ação coletiva e os efeitos derrame regionais.¹⁹

As citadas medidas possibilitariam uma ampliação das ações do Flar. A experiência asiática chama a atenção para a possibilidade de compatibilizar a expansão do fundo regional com a criação de uma rede de acordos de *swaps* entre seus membros. O Flar poderia viabilizar a expansão destes acordos de duas maneiras. Em um primeiro cenário, o Flar participaria diretamente dos acordos por meio de operações de curto prazo de compra e venda de moedas locais. O país que participasse da troca de moedas teria a obrigação de recomprar, dentro de um prazo previamente estipulado, sua moeda nacional ofertada ao Flar. Uma segunda alternativa consistiria em que, como na ASEAN+3, os próprios países assinassem acordos de *swaps* em moeda local entre si, com uma cláusula de recompra obrigatória. Neste caso, o Flar poderia oferecer parte das garantias requeridas nos acordos e auxiliar os países na promoção e organização de uma rede de *swaps* bilaterais, visando à sua futura multilateralização. Os acordos de *swaps*, ofertando linhas de financiamento ao comércio regional, poderiam ser

18. Para uma avaliação da adequação dos países andinos às novas exigências de capital estabelecidas por Basileia III, consultar Galindo, Rojas-Suarez e Valle (2012). Para uma avaliação da adequação dos países da América Latina a Basileia II e outros temas macroprudenciais, ver BIS (2007).

19. Para mais informações sobre as deficiências de integração entre as supervisões multilateral e bilateral realizadas pelo FMI, consultar IMF (2008) e Crow, Arriazu e Thygesen (1999).

conjugados com os sistemas de pagamentos regionais: Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos da Associação Latino-Americana de Integração (CCR-Aladi),²⁰ Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML)²¹ e Sistema Único de Compensação Regional de Pagamentos (Sucre).²² Vale lembrar que, em 2009, o Brasil ofereceu aos países integrantes do Banco do Sul²³ a possibilidade da assinatura de acordos bilaterais em reais por um total de R\$ 10 bilhões. Até o momento, apenas a Argentina esboçou interesse pela oferta brasileira. Entretanto, divergências quanto à cobrança do Impuesto de Bienes Personales às empresas de capitais brasileiros instaladas na Argentina, totalizando um valor anual de US\$ 150 milhões, e a exigência da apresentação de garantias teriam frustrado a assinatura de um acordo *swap* bilateral de R\$ 3,5 bilhões, levando ambos os países a assinarem apenas um entendimento de futuras intenções (Brasil, 2010).

Quanto à agenda de trabalho “fronteira adentro”, a criação de um grupo técnico reunindo o GTIF e a DEE, além de auxiliar na coordenação da administração das reservas, deveria envolver-se, em coordenação com as bolsas de valores e organismos reguladores, na elaboração de recomendações para o desenvolvimento dos mercados financeiros regionais por meio de emissões em moeda local. Uma ação coordenada entre o Flar e a CAF para apoiar, pela constituição de um fundo de garantias, as emissões de títulos em moeda local de empresas que busquem captar recursos para o financiamento de projetos inovadores de integração produtiva poderia induzir importantes sinergias e complementaridades entre a integração comercial e financeira.

Finalmente, para avançar nessas direções requer-se que o Flar construa credibilidade. Sem ela não há possibilidade de que um organismo internacional, regional ou multilateral, cresça. A credibilidade depende de três fatores. Em primeiro lugar, deve-se promover a transparência das operações do Flar e dos países-membros. Sem isso, torna-se difícil ser visto como confiável. Em segundo lugar, a adoção de boas práticas internacionais é indispensável na administração de ativos e na condicionalidade exigida aos países-membros. Por último, cite-se a capacidade de administração de seus passivos e sua política de endividamento: seguir apostando apenas em investimentos em dólares não parece ser uma política de administração de ativos e de riscos sensata frente a um sistema global de reservas internacionais que caminha rumo a uma maior diversificação.

20. Para um panorama do funcionamento do Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos da Associação Latino-Americana de Integração, ver BCB ([s.d.]a). Ver também Biancareli (2010).

21. Para um panorama do funcionamento do Sistema de Pagamentos em Moeda Local entre o Brasil e a Argentina, ver BCB ([s.d.]b).

22. Criado em 2010, o Sucre constitui uma moeda virtual para o comércio entre os países da Alternativa Bolivariana para os Povos da Nossa América (Alba). Tem como objetivo fortalecer as economias do bloco e promover a integração regional.

23. Até o momento, são membros do Banco do Sul os seguintes países: Brasil, Argentina, Uruguai, Paraguai, Bolívia, Equador e Venezuela. Entretanto, seu tratado constitutivo contempla a incorporação de todos os países da América do Sul. Para uma discussão sobre o Banco do Sul, ver Carcanholo (2011) e Calixtre e Barros (2010).

Em resumo, o Flar possui amplas perspectivas de desenvolvimento, cuja concretização dependerá muito da vontade e capacidade de avançar de seus próprios membros.

6 COMENTÁRIOS FINAIS

Como mencionado, o objetivo deste artigo é avaliar como um mecanismo regional poderia complementar as linhas de crédito existentes e ofertar recursos a tempo de impedir o agravamento de uma crise de liquidez em um país e seu contágio aos seus vizinhos. Como mecanismos regionais de liquidez, foram selecionados os fundos de reservas e os sistemas de *swap* de moedas.

Com respeito ao estabelecimento de um fundo de reservas nos moldes do Flar, a pesquisa indicou que a redução da vulnerabilidade externa de um grupo de países é possível, mas sob certas condições. A dimensão das reservas próprias dos países que desejam tornar-se membros de um fundo – bem como a volatilidade destas reservas, quando comparadas com o volume total de reservas do *pool*, intermediadas pelo grau de compartilhamento dos recursos e com sua volatilidade total – constitui critério determinante dos benefícios advindos da associação.

Entretanto, os benefícios não são uniformemente distribuídos entre todos os países-membros. Alguns, inclusive, podem experimentar perdas em seus índices de cobertura. Também merece atenção a diferença de ganhos absolutos entre os participantes. A criação de um fundo de reservas regional gera externalidades que contribuem para reduzir a vulnerabilidade externa, principalmente por atuar na mitigação do contágio aos países vizinhos e gerar economias de escala na administração de reservas internacionais. Mas o mecanismo também pode produzir efeitos negativos, como a incidência do risco moral ou da seleção adversa.

Quanto aos mecanismos de *swap* de moedas, é provável que reduzam a vulnerabilidade externa dos países. A Iniciativa Chiang Mai, caso analisado neste trabalho, foi constituída a partir das crises enfrentadas pelos países asiáticos durante o final dos anos 1990. Durante a atual crise internacional, o acordo não se apresentou como uma alternativa de financiamento aos países-membros devido à resistência por sua vinculação com o FMI, algo politicamente estigmatizado na Ásia, e à falta de um mecanismo de supervisão efetivo. Apesar dos avanços vistos no desenho dos futuros passos do mecanismo, a resistência política dos países da região em conceder um maior grau de autonomia à iniciativa representa o maior desafio para o seu pleno funcionamento.

Como efeitos indiretos de longo prazo do funcionamento dos mecanismos regionais de liquidez, pode-se considerar o crescimento dos fluxos comerciais regionais, que se beneficiariam de uma maior estabilidade cambial e da atividade econômica. A redução da ocorrência de crises ao longo dos anos permitiria ampliar

os investimentos e o comércio dirigido aos países-membros do mecanismo regional, com reflexos positivos no desenvolvimento financeiro e econômico regional.

No caso da América do Sul, a literatura consultada sugere que os ganhos não seriam uniformemente distribuídos entre os países da região, o que levaria economias maiores e mais estáveis, como a brasileira, a contribuições assimétricas. Esta atitude apenas teria sentido em um leque mais amplo de objetivos, como os listados na seção 5, no qual a estabilidade regional fosse vista como um bem coletivo que gerasse externalidades positivas também para as maiores economias.

Especificamente com relação ao Flar, este mecanismo constitui um excelente ponto de partida para o fortalecimento da institucionalidade regional, uma vez que possui boa reputação, operações significativas e funções esperadas de um mecanismo regional de liquidez. Sua ampliação, ainda que sob incentivos diferenciados para cada país, pode ser um instrumento de promoção da estabilidade econômica da América do Sul. Ela permitiria o compartilhamento dos custos de auxílio de liquidez de emergência – com economia em relação às estratégias individuais –, a ampliação das possibilidades de coordenação regional de políticas econômicas e o fortalecimento do poder de negociação dos países sul-americanos nas arenas multilaterais de negociações financeiras, particularmente o G20 e o FMI.

Apesar de suas diversas vantagens, os riscos não devem ser negligenciados. A execução de uma política de cooperação financeira regional deve considerar que os fundamentos de cada país passam a ser ainda mais importantes, uma vez que consolida uma relação institucional entre os membros. A participação em uma entidade regional deve ser acompanhada da valorização de políticas macroeconômicas consistentes. Reforçar as unidades de supervisão dos mecanismos regionais estudados é fundamental para a consecução deste objetivo. Apenas assim poderá ser promovido um exercício de concorrência complementar, de práticas e ideias, com o FMI. Isto é algo extremamente valioso, tanto para a estabilidade financeira regional como global.

REFERÊNCIAS

ADLER, G.; SOSA, S. **Intraregional spillovers in South America: is Brazil systemic after all?** Washington: IMF, 2012. (Working Paper). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12145.pdf>>.

AGOSIN, M. R. Fortalecimiento de la cooperación financiera regional. **Revista de la Cepal**, n. 73, p. 33-53, 2001. Disponível em: <<http://goo.gl/jS1EP>>.

AIZENMAN, J.; LEE, J. **International reserves: precautionary vs. mercantilist views, theory and evidence.** Washington: IMF, 2005. (IMF Working Paper, 05/198). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05198.pdf>>.

AIZENMAN, J.; CHINN, M.; ITO, H. **The emerging global financial architecture: tracing and evaluating the new patterns of the trilemma's configurations.** Cambridge, United States: NBER, 2008. (Working Papers, n. 14.533).

AMRO – ASEAN+3 MACROECONOMIC RESEARCH OFFICE. Key Points of CMI Multilateralization Agreement. Singapura: AMRO, 2011. Disponível em: <<http://www.amro-asia.org/wp-content/uploads/2011/12/Key-Points-of-CMIM.pdf>>.

AMYX, J. Regional financial cooperation in East Asia since the Asian financial crisis. *In*: PEMPEL, T. J.; MACINTYRE, A.; RAVENHIL, J. (Coords.). **Crisis as catalyst: Asia's dynamic political economy.** Ithaca: Cornell University Press, 2008.

BAKER, D.; WALENTIN, K. **Money for nothing: the increasing cost of foreign reserve holdings for developing nations.** London: CEPR, Nov. 2001. (Breafing Paper).

BALASSA, B. **The theory of economic integration.** Illinois: Richard Irwin, 1961.

_____. Economic integration. *In*: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. **New palgrave: a dictionary of economics.** London: Macmillan, 1987. v. 2.

BATISTA JÚNIOR, P. N. A América do Sul em movimento. **Revista de economia política**, v. 28, n. 2, p. 226-238, abr./jun. 2008.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR)** – Folheto da Aladi para divulgação do CCR. Brasília: BCB, [s.d.]a. (Seção de página eletrônica). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/rex/ccr/folheto_da%20aladi_sobre_ccr.asp?idpai=infoccr>.

BIANCARELI, A. M. O Brasil e a integração na América do Sul: iniciativas para o financiamento externo de curto prazo. *In*: ACIOLY, L.; CINTRA, M. A. M. (Orgs.). **Inserção internacional brasileira: temas de política externa.** Brasília: Ipea, 2010. v. 2, Cap. 5. p.165-202. (Projeto Perspectiva do Desenvolvimento Brasileiro, Livro 3). Disponível em: < http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro03_insercaointernacional_vol2.pdf >.

_____. **Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML).** Brasília: BCB, [s.d.]b. (Seção de página eletrônica). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SML>>.

BID – BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. **BID y otras Multilaterales lanzan facilidades de liquidez para apoyar América Latina y el Caribe.** Washington: BID, 13 oct. 2008. (Comunicados de prensa). Disponível em: <<http://tinyurl.com/bid-caf-flar>>.

_____. **Chile, Colombia y Perú en la ruta de la integración bursátil.** Buenos Aires: BID-Intal, 2010. p. 1-4. (Carta Mensual, n. 163). Disponível em: <<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=36186202>>.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Evolución de los sistemas bancarios en América Latina y el Caribe:** retos e implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera. Basilea: BIS, 2007. (BIS Papers, n. 33).

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **Comunicado ao mercado:** acordo estratégico com a bolsa de comércio de Santiago. São Paulo, 13 dez. 2010. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/802/CMAcordocomoChile_13122010.pdf>.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Comércio Brasil-Argentina.** Brasília: Câmara dos Deputados, 2010. (Clipping Especial Mercosul). Disponível em: <<http://tinyurl.com/nqno7pw>>.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; HOLLAND, M. Common-currency and economic integration in Mercosul. **Journal of post Keynesian economics**, v. 32, n. 2, p. 213-234, 2010.

CALIXTRE, A. B.; BARROS, P. S. O Banco do Sul e o Brasil na agenda da nova arquitetura financeira regional. **Boletim de economia e política internacional**, Brasília, n. 3, p. 19-25, jul./set. 2010. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/100709_boletim_internacional03.pdf>.

CALVO, G.; MENDOZA, E. Rational contagion and the globalization of securitized markets. **Journal of international economics**, v. 51, p. 79-113, 2000.

CARCANHOLO, M. D. O Banco do Sul – arquitetura institucional e processo de negociação dentro de uma estratégia alternativa de desenvolvimento na América do Sul. *In*: VIANA, A. R.; BARROS, P. S.; CALIXTRE, A. B. (Orgs.). **Governança global e integração da América do Sul.** Brasília: Ipea, 2011. p. 247-281. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_governancaglobal.pdf>.

CEPAL – COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe.** Santiago de Chile: Cepal, 2010.

CÉSAR, G. R. C. **Entrevista:** Carlos Andrés Giraldo (diretor adjunto da DEE do Flar). Buenos Aires, maio 2010.

_____. **Entrevista:** Chalongphob Sussangkarn, assessor do Escritório de Supervisão Macroeconômica da ASEAN+3 (AMRO). set. 2012a.

_____. **Entrevista:** Eduardo Morón (diretor de estudos econômicos do Flar). Buenos Aires, set. 2012b.

CHIN, G. T. Remaking the architecture: the emerging powers, self-insuring and regional insulation. **International affairs**, v. 86, n. 3, p. 693-715, 2010.

COHEN, B. **Finance and security in East Asia**. *In*: CONFERENCE ON THE POLITICAL ECONOMY OF NATIONAL SECURITY IN EAST ASIA. Beijing, July 2010.

CROW, J.; ARRIAZU, R.; THYGESEN, N. **External Evaluation of IMF Surveillance**. Washington: IMF, 1999.

DIETER, H. **Monetary regionalism**: regional integration without financial crisis. Warwick: CSGR, 2000. (Working Paper, n. 52).

_____. **Monetary and financial cooperation in Asia**. Motives, sequencing and political obstacles. German: IISA, 2007. (Garnet Working Paper, n. 16/07).

EICHENGREEN, B. **The international architecture and the role of regional funds**. *In*: ENCUESTRO ANUAL DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DEL FLAR, 5., 2010. Cartagena, Colombia, Ago. 2010.

EU se quedó solo frente a China en la reunión del G-20. **La razón**, 15 nov. 2010.

FANELLI, J. M. (Comp.). **Mercosur**: integración y profundización de los mercados financieros. Montevideo: Zonalibro, 2008.

FERNÁNDEZ-ARIAS, E.; PANIZZA, U.; STEIN, E. Trade agreements, exchange rate disagreements. *In*: ALEXANDER, V.; MELITZ, J.; FURSTENBERG, G. M. **Monetary unions and hard pegs**: effects on trade, financial development, and stability. Oxford, England: Oxford University Press, 2004.

FERNÁNDEZ-ARIAS, E.; LEVY-YEYATI, E. **Global financial safety nets**: where do we go from here? Washington: RES, 2010. (Working Paper, n. 231).

FFRENCH-DAVIS, R. El impacto de la crisis global en América Latina. **Nueva sociedad**, n. 224, p. 67-85, 2009.

FLAR – FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS. Convenio constitutivo. Flar: Bogotá, sep. 2012. Disponível em: <<http://tinyurl.com/convenio-flarpdf>>.

FREITAS, M. C. P. A internacionalização dos bancos brasileiros. *In*: ACIOLY, L.; CINTRA, M. A. M. (Orgs.). **Inserção internacional brasileira**: temas de política externa. Brasília: Ipea, 2010. v. 2, Cap. 5. p. 301-368. (Projeto Perspectiva do Desenvolvimento Brasileiro, Livro 3). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro03_insercaointernacional_vol2.pdf>.

FRENKEL, R. **Current Problems with the IMF**. Berlin: FES, 2007a. (Briefing Paper, n. 16).

_____. La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria. **Revista de la Cepal**, n. 93, p. 31-38, 2007b.

FRENKEL, R.; RAPETTI, M. **Flexibilidad cambiaria y acumulación de reservas en América Latina**. Buenos Aires: Iniciativa para la Transparencia Financiera, 2009. (Texto para Lectura, n. 50).

G20. **G20 Principles for cooperation between the IMF and regional financing arrangements**. 3-4 Nov. 2011. Disponible em: <<http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-finance-principles-111015-en.pdf>>.

GALINDO, A.; ROJAS-SUAREZ, L.; VALLE, M. **Capital requirements under Basel III in Latin America: the cases of Bolivia, Colombia, Ecuador and Peru**. Washington: Center for Global Development, 2012. (Working Paper, n. 296). Disponible em: <http://www.cgdev.org/files/1426190_file_Rojas_Suarez_Basel_III_FINAL.pdf>.

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

HENNING, R. East Asian financial cooperation. **Policy analyses in international economics**, Washington, n. 68, 2002.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **2008 Triennial surveillance review** – overview paper of the strategy, policy and review department. Washington: IMF, 2008.

_____. **The fund's mandate: the future finance role: revised reforms proposals**. Washington: IMF, 2010.

_____. **World Economic Outlook: coping with high debt and sluggish growth**. Washington: IMF, Oct. 2012. Disponible em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/>>.

KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. M. The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. **American economic review**, v. 89, n. 3, p. 473-500, 1999.

KEOHANE, R. O. International institutions: can interdependence work? **Foreign policy**, n. 110, p. 82-96, 1998.

LEOS, M.; REUSCHE, J. **Fondo Latinoamericano de Reservas (Flar): rating rationale and outlook**. New York: Moody's Global Sovereign, Aug. 2009. (Report Number, n. 118.757).

LEVINE, R. **Finance and growth: theory and evidence**. Cambridge, United States: NBER, 2004, (Working Papers, n. 10.766).

LOMBARDI, D. **Financial regionalism: a review of the issues**. Washington: The Brookings Institution, 2010.

MACHINEA, J. L.; TITELMAN, D. Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales. **Revista de la Cepal**, n. 91, p. 7-27, 2007. Disponível em: <<http://goo.gl/BBMFm>>.

MCGUIRE, P.; PETER, G. V. **The US dollar shortage in global banking and the international policy response**. Basel: BIS, Oct. 2009. (Working Paper, n. 291).

MCKAY, J.; VOLZ, U.; WOLFINGER, R. **Regional financing arrangements and the stability of the international monetary system**. Bonn: German Development Institute, 2010.

MONGELLI, F. **New views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?** Frankfurt: European Central Bank, Apr. 2002. (Working Paper, n. 138).

NACIONES UNIDAS. **Informe de la Conferencia internacional sobre la financiación para el desarrollo**. In: CONFERENCIA INTERNACIONAL SOBRE LA FINANCIACIÓN PARA EL DESARROLLO, 2002, Monterrey: Cepal, 18-22 marzo, 2002. Disponível em: <<http://tinyurl.com/informe-monterrey>>.

OCAMPO, J. A. (Coord.). **Cooperación financiera regional**. Santiago de Chile: Cepal, 2006.

_____. La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. **Revista de la Cepal**, n. 93, p. 7-29, 2007.

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

PARK, Y. C. Integración financiera regional en Asia Oriental: desafíos y perspectivas. In: OCAMPO, J. A. (Coord.). **Cooperación financiera regional**. Santiago de Chile: Cepal, 2006.

PERRY, G. **Beyond lending: how multilateral banks can help development countries management**. Washington: Brookings Institution Press, 2009.

RAJAN, R. S. **Monetary and financial cooperation in Asia: making sense out of the CMI, CMIM, ABF, Abmi and ACU alphabet soup**. Singapore: Isas, June 2009. (Working Paper, n. 69).

RAJAN, R.; SIREGAR, R.; BIRD, G. **Examining the case for reserve pooling in East Asia: empirical analysis**. Adelaide: CIES, 2003. (Discussion Paper, n. 323). Disponível em: <<http://www.adelaide.edu.au/cies/papers/0323.pdf>>.

RANA, P. **The next steps in Asean +3 monetary integration**. 2012. Disponível em: <<http://www.voxeu.org/article/next-steps-asean3-monetary-integration>>. Acesso em: 15 nov. 2012.

RODRIG, D. **The social cost of foreign exchange reserves**. Cambridge, United States: NBER, 2006. (Working Paper, n. 11.952).

ROJAS-SUAREZ, L. Volatility: prudential regulations, standards, and codes. *In*: FANELLI, J. M. (Ed.). **Macroeconomic volatility, institutions, and financial architectures: the developing world experience**. New York: Palgrave Macmillan, 2008.

ROUBINI, N.; SETSER, B. **Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon?** The risk of a hard landing in 2005-2006. Washington: NBER, 2005. Mimeografado.

SAFATLE, C. Câmbio derruba custo do BC para carregar reservas. **Valor econômico**, São Paulo, p. C1. 27 nov. 2012.

SALAZAR, R. **México y Brasil: ¿Modelos de desarrollo e integración a la economía mundial?** Washington: Heinrich Böll Stiftung México, 2012. Disponível em: <http://mx.boell.org/downloads/mexico_und_brasil.pdf>.

SINGAPORE Exchange terminates merger pact with Australian Stock Exchange. **The Hindu business line**, 8 Apr. 2011. Disponível em: <<http://www.thehindubusinessline.com/markets/stock-markets/article1611578.ece>>.

SPIEGEL, M. **Developing Asian local currency bond markets: why and how?** Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2009.

TAYLOR, J. B. **Lessons learned from the implementation of inflation targeting**. *In*: TRABAJO PREPARADO PARA EL ANIVERSARIO DEL BANCO DE MEXICO, 80., 2005. Ciudad de México, 14 nov. 2005.

TITELMAN, D. Subregional financial cooperation: the experiences in Latin America and the Caribbean. *In*: OCAMPO, J. A. (Coord.). **Regional financial cooperation**. Washington: Bookings Institution Press, 2006.

UNASUR – UNIÓN DE NACIONES SURAMERICANAS. Estatuto del Consejo Suramericano de Economía y Finanzas. Quito: Unasur, 2010. Disponível em: <<http://tinyurl.com/economiaifianzaspdf>>.

WILLIAMS, O.; POLIUS T.; HAZEL S. **Reserve Pooling in the Eastern Caribbean Currency Union and the CFA Franc Zone: a comparative analysis**. Washington: IMF, 2001 (Working Paper, N° 01/104)

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy**. Washington: IMF, 2010. (Staff Position Note SPN/10/03).

DESAI, R.; VREELAND, J. R. A suggestion for the IMF: embrace regionalism. *In: VOLZ, U.; CALIARI, A. **Regional and global liquidity arrangements***. Bonn: German Development Institute, 2010.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Review of the adequacy of and options for supplementing fund resources**. Washington: IMF, 2009.

FERNÁNDEZ-ARIAS, E. **Prestamista internacional de última instancia: lecciones de la reciente crisis global**. *In: ENCUENTRO ANUAL DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DEL FLAR, 5.*, Cartagena, Colombia, ago. 2010.

FRENCH-DAVIS, R. **Reformas para América Latina después del fundamentalismo neoliberal**. Buenos Aires: Siglo 21, 2005.

FREITAS, M. C. P. A internacionalização dos bancos brasileiros. *In: ACIOLY, L.; CINTRA, M. A. M. (Comp.). **Inserção internacional brasileira: temas de economia internacional***. Brasília: Ipea, 2010. v. 2.

FRENKEL, R. **Los nuevos fundamentals de la política macroeconómica en los países en desarrollo**. *In: CONFERENCIA UNU-WIDER THE TRIPLE CRISIS*. 2010. Helsinki, Finlandia, 13-15 mayo 2010.

IEO – INDEPENDENT EVALUATION OFFICE. **Governance of the IMF: an evaluation**. Washington: IMF, 2008. Disponível em: <http://www.ieo-imf.org/ieo/files/completedevaluations/05212008CG_main.pdf>.

MONTOYA, M. U. **Perspectivas del Fondo Latinoamericano de Reservas**. Santiago de Chile: Cepal, 2007. (Serie Financiamiento del Desarrollo, n. 191).

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. **Global capital markets: integration, crisis and growth**. Cambridge, United States: The MIT Press, 2004.

OCAMPO, J. A. The instability and inequities of the global reserve system. **International journal of political economy**, v. 36, n. 4, p. 71-86, 2008.

APÊNDICE

APÊNDICE A

TABELA A.1

Composição por moeda dos ativos de reserva internacional da América do Sul – países selecionados (2006, 2007, 2008, 2009 e 2011)

	Moeda de reserva	2006 (US\$ milhões)	2006 (%)	2007 (US\$ milhões)	2008 (US\$ milhões)	2008 (%)	2009 (US\$ milhões)	2009 (%)	2011 (US\$ milhões)	2011 (%)
Bolívia	Dólar	2.561,2	80,5	4.499,1	6.870,6	89,0	5.868,3	68,5	7.475	62,2
	Dólar canadense	-	-	-	-	-	-	-	336	2,8
	Euro	-	-	-	-	-	1.439,7	16,8	1.478	12,3
	Dólar australiano	-	-	-	-	-	-	-	349	2,9
	Ouro	579,8	18,2	759,9	802,6	10,4	1.000,8	11,7	2.127	17,7
	Direitos especiais de giro (DEGs)	40,2	1,3	42,3	42,3	0,6	258,5	3,0	253	2,1
	Total	3.181	100	5.301	7.715	100	8.567	100	12.018	100
Brasil	Dólar				184.264,1	89,1	195.731,2	81,9	280.200	79,6
	Euro				19.439,8	9,4	16.729,2	7,0	17.248	4,9
	Libra				-	-	8.842,5	3,7	10.560	3,0
	Dólar canadense				-	-	8.364,6	3,5	21.121	6,0
	Dólar australiano				-	-	4.540,8	1,9	10.912	3,1
	lone								3.520	1,0
	Coroa sueca e dinamarquesa				3.102,1	1,5	4.779,7	2,0	8.448	2,4
Total	85.839	100	180.334	206.806	100	238.988	100	352.010	100	
Colômbia	Dólar				20.434,8	85,0			27.458	85,0
	Euro				2.884,9	12,0			3.876	12,0
	lone				721,3	3,0			969	3,0
	Total	15.440	100	20.955	24.041	100	25.365	100	32.303	100
Chile	Dólar	13.682,5	70,4	10.538,2	14.088,9	60,8	14.969,2	59,00	20.947	49,9
	Euro	4.789,7	24,6	6.212,4	8.767,4	37,8	8.735,1	34,42	14.693	35,0
	lone	782,8	4,0	-	23,5	0,10	-	-	-	-
	Libra	1,8		8,1	14,7	0,06	5,4	0,02	-	-
	Ouro	4,3		5,4	5,7	0,01	8,8	0,05	-	-
	DEGs	167,8		141,8	225,1	0,97	1.429,5	5,63	-	-
	Outras moedas	-		4,2	37,0	0,16	224,4	0,88	6.339	15,1
Total	19.428,9	100	16.910,1	23.162,3	100	25.372,5	100	41.979	100	
Peru	Dólar	13.291,8	80,1	23.001,6	25.234,5	83,2	25.551,2	79,9	27.751	56,8
	Outras moedas	2.953,7	17,8	3.412,6	4.610,2	15,2	5.755,2	18,1	18.566	38,0
	Ouro	348,5	2,1	456,8	485,3	1,2	490,6	2,0	2.541	5,2
	Total	16.594	100	26.871	30.330	100	31.979	100	48.858	100
Paraguai	Dólar			1.300	1.800	75,0				
	Euro			100	400	16,6				
	Libra e dólar australiano			-	200	8,4				
	Total			1.400	2.400	100				

Fonte: bancos centrais.
Elaboração do autor.