

4 INTEGRAÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA EM CONDIÇÕES PERIFÉRICAS: AS EXPERIÊNCIAS RECENTES DA ÁSIA E DA AMÉRICA LATINA

André Moreira Cunha*

I. INTRODUÇÃO

Nas últimas três décadas, acadêmicos, *policymakers* e analistas de mercado se acostumaram a utilizar a palavra globalização para sintetizar um processo de aceleração da integração econômica entre distintos países e mercados — de bens e serviços e fatores de produção, em especial o capital. Avanços nas áreas da eletrônica e das tecnologias da informação — incorporados nos mais diversos segmentos do mundo da produção e distribuição da riqueza —, na biotecnologia, no desenvolvimento de novos materiais e fontes de energia etc., reduziram drasticamente custos de transação, viabilizando aquela integração e criando novas oportunidades de investimento. A reconstituição de marcos institucionais domésticos e multilaterais mais permissivos à livre movimentação de mercadorias e capital reduziu drasticamente as barreiras¹ criadas no mundo do

* Professor do Departamento de Economia da UFRGS e Pesquisador do CNPq. E-mail: amcunha@hotmail.com.

¹ O capítulo 3 da edição de abril de 2005 do “World Economic Outlook”, publicação semestral do FMI (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/01/index.htm> - acessado em fevereiro de 2007) traz uma série de evidência sobre os “determinantes” da globalização econômica em suas dimensões comerciais e financeiras. Por exemplo, em 1930 uma ligação telefônica entre Nova Iorque e Londres custava mais de US\$ 100 (a preços de 1990), ao passo que no começo do século XXI esse custo caiu para poucos centavos de dólar. O custo do transporte aéreo e do frete marítimo também caiu de forma dramática, ao passo que tarifas sobre bens importados caíram de uma média (não ponderada) de 30%, no começo dos anos 1980, para pouco mais de 10% no começo dos anos 2000, entre os países em desenvolvimento, e entre 10% e menos de 5% nos países em desenvolvimento. O comércio internacional como proporção do PIB e os ativos financeiros mantidos no exterior, também como proporção do PIB cresceram fortemente a partir dos anos 1970, recuperando (ou ultrapassando) os patamares verificados na “primeira era de globalização”, entre 1870 e 1914.

pós-guerra e que visavam dar mais autonomia às políticas domésticas voltadas à manutenção do pleno emprego. Cristalizou-se a percepção de que ficara para trás o mundo da Guerra Fria, da bipolaridade, da disputa entre sistemas econômicos e sociais que se apresentavam como alternativos entre si.

No plano estritamente analítico, não parece haver discordâncias significativas² de que a tendência à internacionalização, ao avanço tecnológico e à pressão por uniformização institucional, sob a égide de regras liberais, são elementos constitutivos da ordem capitalista que começou irradiar a partir da “era das revoluções” — industrial e política.³ Em seu Manifesto Comunista, Marx e Engels já nos alertavam para elas, da mesma forma que nos estudos recentes produzidos pelo *mainstream* da ciência econômica há a indicação de que a globalização contemporânea está simplesmente repondo níveis de integração já experimentados na virada do século XIX para o século XX. Se o espectro do comunismo foi afastado a partir dos anos 1990, o temor de que o sistema de mercado não seja capaz de produzir níveis socialmente toleráveis de inclusão — e, por decorrência, de que novos episódios de instabilidade política possam surgir sobre os escombros da crescente distância entre ricos e pobres — aparece, cada vez mais, nas análises sobre o futuro da ordem econômica e política mundial.

A década de 1990 serviu de alerta sobre os limites das reformas liberais. Na Ásia, nos países em transição do socialismo para o sistema de mercado e, em especial, na América Latina, processos acelerados de abertura comercial e financeira, desregulamentação de mercados e privatizações, criaram não apenas um novo balanço de poder entre Estados nacionais e mercados (globalizados), mas, também, geraram ciclos econômicos curtos e intensos de euforia com crescimento e de profundas crises financeiras. Em muitos casos aquelas reformas, chamadas

² Isto não significa dizer que haja plena concordância sobre a natureza da globalização contemporânea entre as distintas tradições teóricas. Enfatiza-se aqui o fato de que certos aspectos da globalização vêm sendo amplamente destacados, ainda que com distintas ênfases e ordens hierárquicas quando se pretende estabelecer suas origens e determinantes. Para uma discussão mais ampla sobre as características da globalização ver Carneiro (2007).

³ O historiador Eric Hobsbawm em sua trilogia “Era das Revoluções”, “Era do Capital” e “Era dos Impérios” descreve o “longo século XIX”, em que se consolidou uma ordem internacional marcada pela emergência do modo de produção capitalista e pela hegemonia britânica nas relações políticas. Este período está localizado entre o final do século XVIII, quando do advento das revoluções liberais (Independência dos EUA e Revolução Francesa) e industrial, e a Primeira Guerra Mundial (1914-1918), que minou os fundamentos da *Pax* Britânica.

de estruturais, ocorreram em paralelo à implementação de políticas macroeconômicas fortemente deflacionistas, concebidas para o enfrentamento de quadros inflacionários crônicos. A digestão problemática dessas reformas, em meio a uma intensa turbulência financeira, parece ter criado um ambiente menos favorável ao otimismo reformista de recorte liberal. O fato é que, neste começo do século XXI, o balanço entre os custos e benefícios da globalização em geral, e de sua dimensão financeira em particular, já não era tão claro, nem mesmo entre seus principais promotores, como atestam os estudos recentes do FMI e do Banco Mundial (Prasad *et al.*, 2003, World Bank, 2005).

É nesse contexto que o presente texto procura analisar algumas características dos processos de integração regional em curso na Ásia e na América Latina, com ênfase nas dimensões monetária e financeira. Parte-se da constatação expressa, dentre outros, por Cunha (2001, 2006) e UNCTAD (2007) de que a cooperação financeira e monetária em nível regional vem sendo pensada como uma estratégia do tipo *second best* diante da ausência de espaço político para a implementação de reformas de maior fôlego na arquitetura financeira internacional. Ademais, ela ganha corpo em um ambiente geopolítico novo, onde há um peso crescente de alguns países emergentes na ordem internacional. Algumas perguntas de fundo devem ser adiantadas, mesmo que as respostas demandem mais do que este breve texto pode oferecer: (i) é viável, ou mesmo desejável, o aprofundamento da integração monetária e financeira dentro daquelas duas regiões? (ii) qual é a natureza dos regimes cambiais e monetários implementados no período pós-crisis financeiras e em que medida existe um ambiente de convergência (ou divergência) capaz de facilitar (ou dificultar) os processos de integração? (iii) tendo por referência o caso da integração monetária européia, não estariam os países asiáticos e latino-americanos sujeitos às armadilhas das políticas deflacionistas de “convergência macroeconômica” caso levem adiante, em algum ponto do futuro, a agenda da “moeda única”?

Como já foi alertado, neste artigo pretende-se tão somente pavimentar o terreno para a construção de respostas mais precisas às questões formuladas anteriormente. Para tanto, os argumentos estão estruturados da seguinte forma. Na seqüência, faz-se uma breve revisão da experiência recente de integração nas áreas monetária e financeira na Ásia e América Latina. Depois se procura evidenciar o contexto econômico – internacional e local – que vem condicionando as escolhas

dos regimes macroeconômicos domésticos, bem como demarcando as fronteiras dos debates acadêmicos, das propostas políticas e das estratégias em implementação, visando a integração financeira e monetária. Seguem as considerações finais.

2. INTEGRAÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA: AS EXPERIÊNCIAS DE ASEAN+3 E MERCOSUL

Neste item faz-se uma breve revisão do debate em torno da necessidade e da viabilidade da integração monetária e financeira em duas regiões emergentes: Ásia e América Latina, ou, para se precisar ainda mais o contorno geopolítico, entre os países da ASEAN⁴ junto com China, Japão e Coreia do Sul (ASEAN+3), e entre os países que compõem o Mercosul.

2.1 A experiência asiática recente

A crise financeira de 1997-1998⁵ pode ser considerada como um divisor de águas na percepção asiática sobre a necessidade de se criar (ou aprofundar) espaços institucionais e instrumentos mais efetivos, capazes de propiciar uma maior cooperação monetária e financeira na região.⁶ Em um primeiro momento, a crise revelou pelo menos dois aspectos até então pouco considerados pelos *policymakers*: (i) que o efeito-contágio, quer decorrente da já intensa integração econômica regional, quer originado na percepção pouco seletiva dos investidores ocidentais sobre o risco específico de cada país, poderia introduzir

⁴ Association of South-East Asian Nations (Associação das Nações do Sudeste Asiático): Indonésia, Malásia, Tailândia, Filipinas, Cingapura, Laos, Brunei, Camboja, Vietnã e Mianmar.

⁵ No plano político, a Iniciativa de Chiang Mai (ICM) retomou, em alguma medida, os princípios de cooperação regional na área monetária do projeto de constituição de um Fundo Monetário Asiático, que fora abortado no bojo da negociação dos pacotes de socorro financeiro do FMI, nos meses que se seguiram à crise financeira. Em setembro de 1997, o Japão propôs a criação de um fundo de US\$ 100 bilhões, para prover liquidez, de forma ágil, aos países da região que estivessem sob ataque especulativo. Metade dos recursos viria do próprio Japão, e o restante seria integralizado pela China, Hong Kong, Cingapura e Taiwan. A idéia foi rejeitada em meio ao quinto encontro da APEC (Fórum de Cooperação Econômica do Pacífico Asiático), em novembro de 1997, sob a argumentação de que tal fundo geraria uma duplicidade de atividades com o FMI.

⁶ Nesse sentido, em 1998 os Ministros de Finanças dos países da ASEAN assinaram um termo de entendimento que estabeleceu o Processo de Monitoramento do ASEAN. Em encontros semestrais, realiza-se o acompanhamento conjunto das políticas dos países membros e, por decorrência, do desempenho macroeconômico e social na região. A troca de informações e a coordenação das ações formam a base desta iniciativa.

fontes adicionais de instabilidade para além da capacidade doméstica de implementar políticas de contenção das crises; e (ii) que os pacotes de socorro financeiro, liderados e implementados pelas instituições multilaterais “sediadas em Washington”, poderiam ser o “cavalo de Tróia” a invadir a cidadela das estratégias nacionais de modernização e desenvolvimento. Não à toa, o Japão será o primeiro a reagir, propondo a criação de um Fundo Monetário Asiático (FMA). Esse país já vinha, desde a segunda metade dos anos 1980, constituindo uma ampla rede regional de produção liderada por seus conglomerados industriais (Medeiros, 1997). Os bancos japoneses eram grandes fornecedores de créditos na região, e o governo garantia, na forma de empréstimos oficiais (ODA – *Official Development Assistance*), recursos para que os países receptores dos investimentos japoneses pudessem constituir a infraestrutura física capaz de dar competitividade àqueles.

A crise trouxe uma nova oportunidade para o Japão exercer o que, na sua perspectiva, era algo natural, ou seja, a liderança do processo de integração regional. Todavia, a proposta no FMA não avançou. Às evidentes pressões contrárias vindas dos EUA e do FMI, somaram-se desconfianças internas acerca da pretensa liderança japonesa. Por outro lado, a gravidade da crise criou um novo caminho, que se materializou na chamada Iniciativa de Chiang Mai,⁷ em homenagem à cidade tailandesa que abrigou um encontro entre os países da ASEAN junto com o Japão, a China e a Coreia do Sul. Ali se iniciou a estruturação de uma rede de *swaps* bilaterais de reservas cambiais que, em 2007, foi transformada em

⁷ O encontro de maio de 2000 do ASEAN, ao qual se seguiu o encontro anual do Banco Asiático de Desenvolvimento, marcou o lançamento e detalhamento inicial do que ficou conhecido como Iniciativa de Chiang Mai, um arcabouço que permitiu a expansão do Arranjo de Swap da ASEAN (ASA), e a criação das bases para o estabelecimento de *swaps* cambiais bilaterais e acordos de recompra. O ASA foi criado em 1977 (ASEAN, 1977) com o objetivo de aliviar a escassez temporária de divisas dos Bancos Centrais de Malásia, Indonésia, Tailândia, Cingapura e Filipinas. Em 2000, estendeu-se sua cobertura para todos os países da ASEAN, além de Coreia, Japão e China (ASEAN+3). Com o apoio destes três últimos, ampliaram-se os limites para os *swaps* – de US\$ 200 milhões para US\$ 1 bilhão — e criou-se uma rede de Acordos Bilaterais de Swap cambial (ABS), que atingiu o montante de US\$ 75 bilhões, em meados de 2007. Neste mesmo ano, essa rede passou a ter um caráter multilateral (Cunha e Bichara, 2005 e UNCTAD, 2007). Assim, o arranjo institucional da ICM foi estruturado com o objetivo do provimento de liquidez para os países membros do acordo que estejam enfrentando restrições severas de curto prazo no balanço de pagamentos, de modo a evitar a eclosão de crises financeiras cujo caráter sistêmico tende a afetar o conjunto da região. Neste sentido, a criação de uma rede de acordos bilaterais de *swap* (ABS) e a expansão do Arranjo de Swap da ASEAN (ASA) são sementes, na região, da função de emprestador em última instância, típica dos bancos centrais.

um *pool* compartilhado em uma base multilateral. Mais importante do que a possibilidade de ter uma linha adicional de defesa diante de eventuais novas crises financeiras, o acordo ASEAN+3 permitiu a ampliação do diálogo sobre a cooperação monetária e financeira regional, bem como de outros aspectos da integração, particularmente o associado à criação de áreas de livre-comércio.

Em paralelo àqueles esforços, os governos nacionais adotaram estratégias mais agressivas de recomposição de reservas internacionais e de estabilização das taxas de câmbio, o que tornava cada vez menos relevante o mecanismo de *swaps* cambiais nos termos e montantes então definidos. O novo problema que se manifestava era o que fazer com o excesso de poupança, especialmente quando se constatava que esta se direcionava para os mercados financeiros ocidentais. Assim, as novas iniciativas e cooperação financeira do âmbito do ASEAN+3 foram estruturadas para aprofundar a integração dos mercados financeiros regionais, tornando-os mais seguros e homogêneos, e para criar novos instrumentos financeiros — como os títulos emitidos pelos governos locais em suas próprias moedas — que pudessem melhorar o perfil de financiamento dos governos e dos setores com menor acesso aos mercados internacionais — como as empresas de menor porte. Sob os auspícios do *Asia Bond Markets Initiative* vem se conformando ações em várias áreas, que vão da uniformização dos padrões contábeis ao estabelecimento de novas bases estruturais para o funcionamento dos mercados financeiros.⁸

⁸ Em 2002, o ASEAN+3 explicitou sua preocupação com a fixação da poupança na região por meio do desenvolvimento do mercado de capitais regional. No âmbito da “Asian Bond Market Initiatives” passou-se a trabalhar nas seguintes áreas: (i) emissão de títulos de dívida dos governos asiáticos, com o intuito de se criar padrões de referência (*benchmarks*) para um posterior aprofundamento do mercado, com mais emissões privadas; (ii) emissão de títulos de dívida de instituições financeiras oficiais dos governos locais como forma de estabelecer *funding* para que as empresas privadas dos respectivos países tenham porte para no futuro captarem diretamente; (iii) estímulo a securitização, através da estruturação de operações de emissão de títulos privados lastreados em ativos e garantias sólidos; (iv) emissão de títulos de dívida por instituições multilaterais regionais e outras agências governamentais; (v) emissão de títulos de dívida estruturados de modo a facilitar a entrada de investimento direto externo na região (IDE); (vi) emissão de títulos de dívida nas respectivas moedas nacionais e de títulos baseados em cestas de moedas. Para viabilizar tais ações os diversos grupos estão estudando como harmonizar regionalmente regras de regulação dos mercados de capitais, de tributação, e de outros aspectos legais que afetam o funcionamento dos mercados, bem como de mecanismos de compensação de pagamentos baseados na região, e de disseminação de informações. Considera-se, também essencial o aprimoramento dos sistemas de avaliação de risco de crédito e de provisão de garantias, com a eventual criação de agências regionais de crédito, e de uma seguradora regional.

Assim, por intermédio de um processo de amadurecimento institucional e de ajuste no foco das iniciativas criou-se um conjunto de mecanismos de cooperação que visam “fortalecer o diálogo político, a coordenação e a colaboração nas áreas financeira, monetária e fiscal”. Mais especificamente há: (i) o Diálogo de Políticas e Análise das Economias,⁹ — por meio dos encontros anuais dos ministros das Finanças¹⁰ busca-se estabelecer um diálogo que permita reduzir os riscos de crise e dê sustentação para as demais iniciativas; (ii) a Iniciativa de Chiang Mai, que congrega mecanismos de apoio financeiro mútuo para financiar desequilíbrios de curto prazo; (iii) a Iniciativa do Mercado de Títulos Asiáticos (*Asian Bond Markets Initiative* — ABMI); e (iv) o Grupo de Pesquisa do ASEAN+3, criado em 2003 para aprofundar estudos em torno de três temas fundamentais, quais sejam, liberalização financeira e arranjos de cooperação, desenvolvimento dos mercados de capitais e coordenação política.

2.2 Mercosul: a miragem da moeda única¹¹

A questão da integração monetária tem estado presente desde as origens dos esforços regionais de integração na América Latina. Suas raízes encontram-se nos acordos firmando no âmbito da ALALC¹². Por mais antigo que seja tal objetivo, na prática pouco se avançou. As medidas até agora tomadas não superaram o *status* da troca de informações e (tentativas, em geral frustradas) de administração de crises. Desde 2003, os presidentes de Argentina e Brasil têm sinalizado de forma mais

⁹ O “Diálogo” funciona como um espaço de coordenação “informal” de várias iniciativas articuladas em conjunto com outras organizações regionais como a APEC, a EMEAC e a ASEAN+3. Seu mandato está explicitado na “Declaração de Chiang Mai” (2003), onde há uma forte noção da interdependência dos países da região, no que se refere ao tema da integração financeira aos mercados globais. A criação de um mercado financeiro regional mais robusto, passaria pelo aprimoramento de questões centrais, algumas delas a serem realizadas em nível nacional, como a adesão a parâmetros de regulação e supervisão financeira, regras contábeis e de transparência das informações das empresas, e outras no próprio plano regional. Aqui se concentram ações no desenvolvimento da infra-estrutura de mercado, de fundos de investimento (demanda por ativos) e de estruturação de novos instrumentos e produtos financeiros (oferta de ativos).

¹⁰ Com encontros semestrais das respectivas burocracias dos Ministérios de Finanças.

¹¹ Item baseado em Cunha e Bichara (2005) e Bichara, Cunha e Lélis (2008), que fornecem amplas referências bibliográficas sobre este tema.

¹² Aliança Latino-Americana de Livre-comércio (ALALC), criada em 1960 e, posteriormente, em 1980, substituída pela Associação Latino-Americana de Integração (ALADI).

incisiva para a importância desse tema, dadas as conseqüências econômicas e políticas das diversas crises cambiais que vêm afetando a região nos últimos anos.

Foi no âmbito da ALALC que se deram os primeiros passos em direção à cooperação monetária e financeira entre os países membros do Acordo, entre os quais estavam as nações que hoje conformam o Mercosul. Na época foi criado o Conselho de Política Financeira e Macroeconômica, com o intuito de aproximar as autoridades econômicas dos países. Essa instituição segue existindo na ALADI, sob a denominação de Conselho de Assuntos Financeiros e Monetários, sendo formada pelos presidentes dos Bancos Centrais, realizando funções consultivas e troca de informações. A decisão mais importante já tomada por esse órgão foi o estabelecimento do Acordo de Pagamentos de Créditos Recíprocos entre os países da ALALC, no que também ficou conhecido como Acordo do México. Ele foi firmado em setembro de 1965, e ratificado pela ALADI em 1982. Estabelece um mecanismo de compensação de pagamentos em moedas conversíveis e livremente transferíveis.¹³ Esse acordo é muito importante porque permite a criação de um Fundo de Reservas, com o objetivo de dar sustentação aos balanços de pagamentos (BPs) dos países membros, outorgando créditos, garantido empréstimos de terceiros e melhorando as condições de investimento das reservas oficiais dos Bancos Centrais. De fato, foi criado um Fundo de Reservas para os países da Comunidade Andina que opera naqueles termos, e se está estudando algo semelhante para o Mercosul.

Entre Argentina e Brasil, os maiores impulsionadores da formação do Mercosul¹⁴, a questão da integração monetária foi tratada, pela primeira vez, em 1986, com a assinatura do Protocolo nº. 10 de Estudos Econômicos, que tinha como objetivo “facilitar medidas que tendam a harmonizar as políticas econômicas dos dois países”. Posteriormente, em 1987, assinou-se o Protocolo nº. 20, que estabeleceu a necessidade de se iniciar um processo visando a criação de uma unidade monetária comum, o “Gaúcho”, que deveria ser “emitida e respaldada por um Fundo de Reserva Binacional”. Este, por sua vez, estaria ancorado nos

¹³ Durante um período de quatro meses os pagamentos derivados de operações comerciais (mercadorias e serviços) cursam e são compensados, ocorrendo a transferência em espécie somente dos respectivos saldos. Vale dizer, os Bancos Centrais dos países deficitários só transferem o resultado líquido das operações realizadas no período para seus pares que estão em uma posição superavitária, o que reduz a necessidade corrente de se utilizar moedas conversíveis.

¹⁴ Sobre esse ponto ver Lavagna & Giambiagi (1998).

recursos derivados do Acordo de Pagamentos e Créditos Recíprocos. Imaginava-se que os recursos para o Fundo viriam da ampliação gradual dos prazos de compensação das transações comerciais. Todavia, tal proposta, elaborada pela comissão brasileira, não teve apoio e foi descartada¹⁵.

A preocupação das autoridades com o problema da integração monetária continuou existindo, aparecendo no Tratado de Assunção, que criou o Mercosul na forma do tema “Coordenação Macroeconômica”. Formalmente, esse tema foi colocado no mesmo nível de importância de questões como a livre circulação de mercadorias, a definição da tarifa externa comum e a política comercial comum (Bichara, 2002). Além disso, por decorrência do Tratado de Assunção (Anexo V), estabeleceu-se a estrutura institucional do sub-grupo de trabalho (SGT) n.º 10, sobre a Coordenação de Políticas Macroeconômicas, vinculado ao Grupo do Mercado Comum (GMC). No âmbito desse SGT retomou-se, em 1993, o debate da IM, agora centrado no tema do estabelecimento de um arranjo cambial regional de bandas de flutuação que teriam por base de determinação as taxas reais bilaterais. Essa proposta feita pelo Brasil, e que implicaria a adoção do sistema de bandas a partir 1995, previa um período de transição para que se pudesse estabelecer um certo conjunto de regras, com destaque para: (i) a criação de uma Unidade de Referência Cambial (URC), para fixar as paridades centrais entre as moedas nacionais; e (ii) o estabelecimento de um sistema de bandas, uma estreita para os países grandes e outra larga, para os pequenos (Lavagna & Giambiagi, 1998). O objetivo central era implantar um sistema de coordenação cambial capaz de evitar as “desvalorizações competitivas”. Por isso mesmo, a previsão de uma série de penalidades, dentre as quais o estabelecimento de sobretaxas para quem desvalorizasse sua moeda. Imaginava-se, também, um Fundo Regional de Intervenção para ser utilizado no caso de desvalorizações consideradas excessivas. Pela segunda vez, a (nova) proposta brasileira de IM foi rechaçada.

Em 1999, em plena crise cambial no Brasil, os presidentes dos países membros do Mercosul assinaram um comunicado conjunto, o chamado Comunicado Extraordinário dos Estados Membros do Mercosul, cujo objetivo era promover medidas capazes de fazer avançar a idéia da IM. Com o espírito do “relançamento do

¹⁵ Informação obtida com o embaixador brasileiro Samuel Guimarães Pinheiro, que participou das negociações bilaterais como representante do Brasil, tendo também como um dos representantes da Argentina o economista Roberto Lavagna, atual Ministro da Economia do país. Ver Bichara (2002)

Mercosul”, a XVI Reunião Ordinária do Conselho do Mercosul (CMC), realizada em Assunção, em julho de 1999, decidiu¹⁶ criar dois grupos de trabalho para aprofundar o tema. O Grupo de Trabalho de Alto Nível de Coordenação de Políticas Macroeconômicas, no âmbito das Reuniões de ministros da Economia e presidentes dos Bancos Centrais, com o objetivo de analisar as políticas econômicas dos países, com ênfase na questão da sustentabilidade intertemporal das contas públicas e externas. Ademais, tem a função de propor alternativas e métodos de coordenação de políticas macroeconômicas, junto a um programa de trabalho que envolve, por exemplo, a harmonização das estatísticas econômicas e financeiras. E o Grupo Ad-Hoc de Acompanhamento da Conjuntura Econômica e Comercial, associado ao GMC, que tem por objetivo analisar a conjuntura econômica dos países membros e a evolução do comércio intra e extra-regional. Esse grupo elabora relatórios periódicos que são avaliados pelo GMC para posterior envio ao CMC.

Esses grupos de trabalho não produziram nenhuma recomendação importante. Ainda assim, em junho de 2000, na XVIII Reunião do CMC realizada em Buenos Aires, a Decisão n.º 30/00 revoga a Decisão n.º 6/99, que havia criado o Grupo de Trabalho de Alto Nível de Coordenação de Políticas Macroeconômicas, e, em seu lugar, cria um conjunto de mecanismos voltados à viabilização da integração monetária no Mercosul¹⁷: (i) elaborar estatísticas harmonizadas, especialmente na área fiscal; (ii) que deveriam ser publicadas regularmente; (iii) estabelecimento, a partir de 2001, de metas fiscais, de endividamento do setor público e de preços, com o respectivo padrão de convergência; (iv) realizar levantamento, com vista à harmonização de práticas e normas, das regulações vigentes nos mercados financeiros e de capitais – no limite, com a intenção de integrar tais mercados e (v) criar o Grupo de Monitoramento Macroeconômico.

O Programa de Trabalho do Mercosul 2004-2006¹⁸, firmado em 2003, incluiu três medidas destinadas a promover uma maior integração na área mo-

¹⁶ Decisões n.º 6/99 e 7/99. Detalhes em Bichara (2002).

¹⁷ No comunicado dessa decisão, destaca-se: “*que los Estados Partes mantienen su firme compromiso con la solvencia fiscal y la estabilidad monetaria, coincidiendo que ambas constituyen un requisito necesario para el desarrollo económico y social sostenido con mayor equidad, así como para que sus países puedan adaptarse a un escenario internacional frecuentemente cambiante*”; “*que la existencia de regímenes cambiarios diferentes es compatible con la convergencia y coordinación macroeconómica, siempre que existan políticas fiscales que aseguren la solvencia fiscal y políticas monetarias que garanticen la estabilidad de precios*” y “*que el desarrollo de estadísticas basadas en una metodología común constituye un requisito esencial para la definición de metas tendentes a lograr una coordinación macroeconómica*”.

¹⁸ Mercosul/CMC/DEC. N.º 26/03.

netária. A primeira está na proposição de elaboração de um estudo sobre os respectivos sistemas tributários, com o objetivo de facilitar medidas de harmonização fiscal. A segunda se propunha avaliar as medidas necessárias para se criar um mercado de capitais regional. Por fim, na área de coordenação pretende-se “concluir os trabalhos de harmonização de indicadores macroeconômicos, incluindo os agregados monetários, propor a internalização das metas de política macroeconômica acordadas entre os países, efetuar um monitoramento permanente do grau de cumprimento das metas acordadas, divulgando publicamente seus resultados, dotar as representações dos países no GMM (Grupo do Mercado Comum) de maior institucionalização e hierarquização.”

Esse pequeno histórico dos esforços de se tratar o tema da integração (e cooperação) monetária e financeira revela que apesar das intenções formais de se harmonizar as políticas macroeconômicas e cambiais no Mercosul nunca se chegou a aplicar, plenamente, as normas sugeridas. Para além das diferenças de concepção e de objetivos de política econômica, que eventualmente podem ser objeto de negociação, os fracassos nas tentativas de se avançar na integração monetária e financeira devem ser buscados nas turbulências macroeconômicas recorrentes e, sobretudo, nas diferenças de regimes monetário e cambial entre Brasil e Argentina – pelo menos até 2002. Esse fato vai ao encontro da percepção de pesquisadores que vêm se debruçando sobre a existência (ou não) de condições de convergência macroeconômica e “vontade política” para o estabelecimento de um efetivo processo de integração monetária no Mercosul.

Ferrari *et al.* (2002), ao compararem a experiência européia com a do Cone Sul, notaram a ausência de bases institucionais sólidas no Mercosul, capazes de dar sustentação para uma estratégia integracionista mais robusta. Apontaram, também, a presença de significativas divergências na trajetória das principais variáveis de preços (inflação e câmbio), fiscais (relação dívida/PIB), externas (comércio exterior, absorção de recursos externos etc.) e de desempenho real (crescimento, desemprego, etc.) no período que se seguiu aos processos nacionais de liberalização econômica e reformas estruturais. Por fim, em função das assimetrias nas respectivas estruturas econômicas e das divergências nos regimes de política macroeconômica, os autores se mostraram céticos com respeito à possibilidade dos países reproduzirem políticas de convergência semelhantes às determinadas no Tratado de Maastricht ou no Pacto de Estabilidade e Crescimento. O viés

deflacionista de tais políticas confrontaria as realidades locais de elevados déficits de investimentos públicos em áreas (educação, saúde, infra-estrutura etc.) vitais para o alcance de condições mínimas de homogeneização social.

Preocupação semelhante aparece em trabalhos de outros críticos à visão de que seria possível, nas condições atuais, reproduzir a experiência europeia no Mercosul — entre esses críticos estão Mendonça e Silva (2004) e Fanelli (2000). Ambos destacam os elevados custos de coordenação de políticas macroeconômicas entre os países do bloco, o que parece ser reforçado pelas evidências destacadas anteriormente. Em especial, apontam para a importância do estabelecimento de um regime cambial regional que minimize as distorções nos preços dos bens transacionáveis e dos ativos financeiros. Todavia, em virtude do elevado grau de especialização das estruturas produtivas e, por conseguinte, das pautas de exportação, bem como da maior abertura financeira verificada a partir do começo dos anos 1990, os países da região experimentaram ciclos curtos e intensos de expansão e contração das economias gerados pelos movimentos de *boom and bust* dos mercados de capitais e de *commodities* em nível internacional. A instabilidade macroeconômica em um ambiente de fragilidade dos mecanismos nacionais e regionais de contenção das crises financeiras dificultaria a consolidação de uma agenda integracionista efetiva.

Com esse mesmo tipo de preocupação, Bichara (2002) e Bichara, Cunha e Lélis (2008) realizaram uma análise empírica detalhada para verificar em que medida os países da região cumpriram os requisitos implícitos à constituição de uma “área monetária ótima” (AMO). As principais conclusões foram que: 1) A volatilidade cambial entre as moedas das nações do Mercosul é um obstáculo e uma ameaça ao aprofundamento da integração. As flutuações cambiais, derivadas das turbulências macroeconômicas e dos programas de ajuste executados por Argentina e Brasil, reduziram o potencial de crescimento do comércio intra-bloco. Nesses países, os instrumentos de estabilização macroeconômica foram utilizados desconsiderando-se seus impactos sobre a integração comercial regional. Por isso mesmo, provocaram reações protecionistas que ameaçaram a própria natureza da união aduaneira. Levando-se isso em conta, Bichara (2002) sugere a necessidade de se realizar, de fato, uma política efetiva de coordenação macroeconômica. 2) Há uma relevante mútua na evolução das atividades econômicas de Argentina e Brasil, o que sugere uma interdependên-

cia. Tal fenômeno aparece mais no plano comercial, tendo, também, repercussões na determinação da renda e dos ciclos de negócios. 3) Na análise da simetria, verificou-se que há importantes diferenças de magnitude e tempo na reação a choques exógenos, especialmente daqueles de origem internacional. A Argentina sofre com maior intensidade os efeitos de tais choques. Do ponto de vista teórico, isso não habilitaria os países da região à constituição de uma “área monetária ótima”, pois esta pressupõe uma maior simetria diante de choques exógenos. A ausência de tais condições sinalizaria para a conveniência de manutenção de maior liberdade doméstica para a definição dos arranjos macroeconômicos adequados ao enfrentamento dos ciclos e choques (endógenos e exógenos).

Por fim, a recente incorporação da Venezuela ao bloco, a criação do Fundo de Convergência Estrutural (2006) e do Banco do Sul (2007), dentre outras medidas, (Biancareli, 2007) parecem sinalizar a existência de um novo impulso para ações nas áreas monetária e financeira que, eventualmente, podem romper a inércia verificada até o presente. Ademais, desde 2003 as principais economias da região vêm apresentando um desempenho econômico favorável, com níveis mais robustos de crescimento econômico, redução da vulnerabilidade externa e fiscal. No plano político, há uma importante convergência de interesses em torno do projeto integracionista sul-americano, a despeito de dificuldades comerciais e conflitos localizados. Haveria, portanto, algum espaço para um otimismo cauteloso de que a região possa superar o dilema entre propostas de integração e cooperação nas áreas monetária e financeira que ficam restritas a documentos de trabalho — ou, quando adotadas, apresentam uma potência financeira aquém da necessária para viabilizar as intenções anunciadas — e que esbarram na dura realidade da recorrente instabilidade macroeconômica.

3. REGIMES MACROECONÔMICOS E INTEGRAÇÃO REGIONAL

Duas questões merecem destaque. A primeira busca compreender algumas características do período que se seguiu às crises financeiras da segunda metade dos anos 1990 – quando se verificou a inflexão no regime de políticas macroeconômicas em muitos países periféricos – e, depois de 2003, a emergência de um ciclo de crescimento peculiar, no qual a expansão da renda coincidiu com uma melhoria na situação externa e fiscal da maioria das economias asiáticas e

latino-americanas. A segunda revela a existência de um grau mais elevado de integração econômica, especialmente na Ásia, que levou à constituição (ou aprimoramento) de instrumentos de facilitação da cooperação monetária e financeira em âmbito regional. Em decorrência, criou-se espaço para um amplo debate teórico e normativo sobre a conveniência da adoção de mecanismos cambiais regionais ou mesmo de uma moeda única. Por outro lado, no Mercosul manteve-se a inércia do período anterior, quando as discussões sobre convergência macroeconômica e “moeda única” não saíram do plano retórico. Esses pontos são detalhados nas próximas seções.

3.1 Redução na vulnerabilidade externa e políticas macroeconômicas “defensivas”

A partir dos anos 1980, e especialmente nos anos 1990, ocorreram importantes transformações que apontavam para um período de economias mais abertas. O ressurgimento dos fluxos internacionais de capitais, a partir de 1990, foi reflexo da estratégia de desenvolvimento predominante, traduzida por uma maior integração financeira e um vasto processo de desregulamentação, ocorrido tanto nos países desenvolvidos como em desenvolvimento. Essa elevação do fluxo de capitais internacionais no período recente, que se associou, entretanto, à ocorrência de crises de caráter financeiro em escala mundial, despertou o interesse para várias investigações teórico-empíricas sobre o grau de exposição dos países e os efeitos dessa maior integração global (Demirgüç-kunt e Detagiache, 1998, Aziz *et al.*, 2000, Eatwell e Taylor, 2000, Kaminsky e Reinhart, 2001, Isard, 2005). Assim, grande parte dos trabalhos centrou-se: (i) no desempenho macroeconômico dos países em desenvolvimento nesse novo contexto institucional; e (ii) na eficácia das distintas estratégias macroeconômicas.

A constatação predominante na literatura empírica tem sido a de que a liberalização financeira não foi capaz de produzir trajetórias robustas e sustentáveis de crescimento como inicialmente se esperava e, ademais, ela parece estar associada ao aumento da instabilidade macroeconômica (Edson *et al.*, 2002, Prasad *et al.*, 2003, *World Bank*, 2005, Stallings e Studart, 2006). No plano normativo, isso levou a debates sobre a escolha dos regimes cambiais adequados ao ambiente de grande mobilidade de capitais, a regulação prudencial dos sis-

temas financeiros, a pertinência (efetividade) na adoção de regimes de metas de inflação, a possibilidade de implementação de políticas fiscais contra-cíclicas, o nível ótimo de reservas internacionais, a conveniência da introdução de controles sobre os fluxos de capitais etc. (Caballero, Calderón e Céspedes, 2006, Mishkin e Schmidt-Hebbel, 2007).

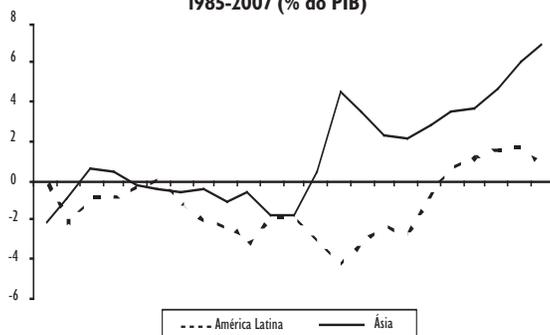
Ao contrário do otimismo do começo dos anos 1990, a globalização financeira passou a ser tratada a partir de um balanço mais pragmático dos seus custos e benefícios. Como ressaltado por Stiglitz *et al.* (2006), economias de mercado são, por princípio, sujeitas a níveis altos de volatilidade, característica que tende a ser mais acentuada nos países emergentes em um contexto de fluxos de capitais internacionais desregulamentados — verdade que tende a ser esquecida em fases de ascensão do ciclo econômico, mas reafirmada diante de novas turbulências econômicas. Enquanto a volatilidade econômica nos países industrializados tem sido menor desde o pós-guerra, as nações em desenvolvimento experimentaram alguma forma de crise a partir dos anos 1980 até o início do século XXI, justamente no período de maior desregulamentação dos fluxos financeiros e de predominância de regimes de câmbio flutuante — auto-reguláveis, em teoria —, especialmente nos anos que se seguiram ao final do Acordo de Bretton Woods. Em particular, nos últimos 20 anos a experiência da América Latina nesse processo de integração à globalização financeira ficou muito aquém do esperado (Mishkin, 2006, Stallings e Studart, 2006).

A despeito dos problemas de instabilidade, das recorrentes crises financeiras, da baixa ligação entre liberalização financeira e crescimento e da não concretização de reformas mais profundas na arquitetura financeira internacional (Cunha, 2006), não se verificou, em nível mundial, uma tendência generalizada de reversão dos marcos institucionais da abertura financeira (BIS, 2006). Todavia, algumas novas tendências parecem se consolidar entre as principais economias emergentes, caracterizando aquilo que neste trabalho — e sob a inspiração de Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2005) — é denominado de “estratégias defensivas”, quais sejam: (i) busca de redução da vulnerabilidade externa por meio do sobre-acúmulo de reservas oficiais — ou “demanda precaucional” (Flood e Marion, 2002, *European Central Bank*, 2006, Jeanne e Rancièrè, 2006); (ii) o que tem se traduzido por intervenções sistemáticas nos mercados cambiais a despeito da adoção formal de regimes de câmbio flutuante — o “medo de

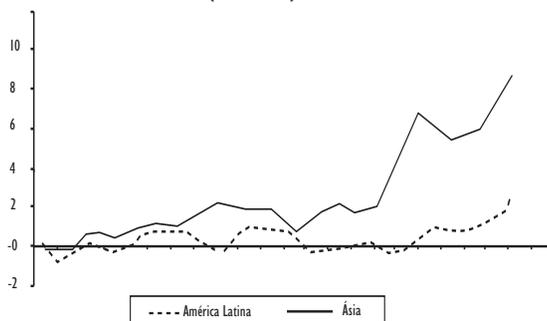
flutuar” (*fear of floating*) (Calvo e Reinhart, 2002); (iii) ou, conforme interpretam alguns, a atuação ativa dos Bancos Centrais nos mercados de divisas faria parte de estratégias de crescimento baseadas no *drive* exportador, por isso mesmo chamadas de “mercantilistas” (Dooley, Folkerts-Landau e Garber, 2005, Aizenman e Marion, 2003 e 2004, Aizenman e Lee, 2005); e (iv) busca de conformação de acordos regionais de cooperação monetária e financeira que, no limite, e ainda em prazo não previsível, poderiam significar a emulação completa do exemplo europeu de integração monetária (Cunha e Bichara, 2005, UNCTAD, 2007, Bichara, Cunha e Lélis, 2008).

Assim, no início do século XXI, a globalização econômica, especialmente em sua dimensão financeira, passou a ser percebida em uma perspectiva mais cética, em contraponto ao otimismo que vigorou no final dos anos 1980, início dos anos 1990 (*World Bank*, 2005). A recorrência de crises financeiras nos mercados emergentes e, mais importante, a inexistência de vínculos consistentes entre a liberalização dos mercados financeiros e o crescimento econômico (Prasad *et al.*, 2003) está fazendo com que acadêmicos e *policymakers* revisem suas posturas analíticas, recomendações normativas e estratégias de inserção internacional. A partir de 2003, em um contexto internacional particularmente favorável, as demais economias latino-americanas passaram a apresentar superávits sistemáticos em transações correntes, o que contrasta sensivelmente com os elevados déficits do período de liberalização e estabilização monetária nos anos 1990. Nos gráficos 1 e 2, abaixo, ilustramos, para os casos das economias asiáticas e latino-americanas, a sensível reversão no quadro de inserção externa. Os elevados déficits em transações correntes dos anos 1990 deram lugar a superávits expressivos nos anos que se seguiram às crises financeiras, particularmente nas economias asiáticas (tabela 3, anexo). No caso latino-americano, tal reversão só ocorreu depois de 2002, associada ao ciclo de elevação dos preços das *commodities* minerais, energéticas e alimentares, em decorrência, dentre outros fatores, mas, principalmente, da forte demanda chinesa (UNCTAD, 2007). Nesse novo contexto, tais países passaram a acumular reservas no ritmo mais intenso das últimas décadas.

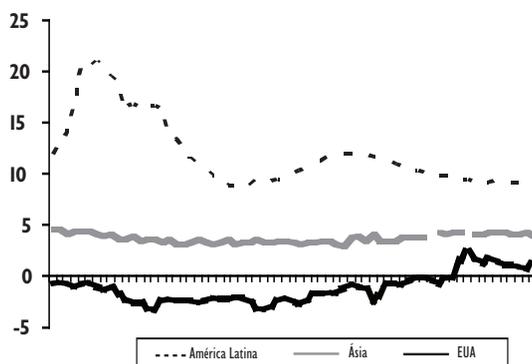
I. Conta Corrente na Ásia e América Latina (AL), 1985-2007 (% do PIB)



2. Acumulação de Reservas na Ásia 1985-2007 (% do PIB)



3. Taxas Reais de Juros de Curto Prazo em Economias Seleccionadas, 2002-2007 (% a.a)



FONTE: Elaborado pelo autor com base nos dados do World Economic Outlook, October, 2007 — www.imf.org

Tais evidências podem conduzir a questões provocantes, como: (i) os países latino-americanos estariam adotando o padrão asiático de gestão dos fluxos internacionais de capitais e taxa de câmbio no qual se destaca uma maior propensão das autoridades monetárias em acumular reservas oficiais e interferir na trajetória das taxas nominais (e reais) de câmbio? (ii) esse arranjo de políticas seria capaz de afetar positivamente a dinâmica de desenvolvimento, especialmente quando se tomam os marcos do processo de integração regional, vislumbrado no plano político como uma alternativa importante para a região sul-americana? No presente texto não se pretende responder plenamente essas questões cruciais. Por outro lado, é importante observar que as taxas de juros mais elevadas na América Latina (gráfico 2 e tabela 1, anexo) fazem com que os custos das estratégias de acumulação de reservas sejam bastante diferenciados entre as principais economias emergentes, particularmente quando se compara o desempenho das principais economias asiáticas e latino-americanas.

Se as economias asiáticas, por um lado, se destacam por apresentar níveis de reservas que excedem os parâmetros prudenciais (gráfico 1, anexo) destacados na literatura,¹⁹ por outro — com políticas monetárias menos rígidas e taxas de juros mais alinhadas àquelas praticadas pelos países emissores das divisas-chave — conseguem obter uma relação mais ajustada entre as receitas pela aplicação das reservas em instrumentos financeiros líquidos, usualmente títulos governamentais de curto e médio prazos, e os custos de esterilização. Em meados de 2007, tal diferencial era positivo para China, Cingapura, Malásia e Tailândia, gerando ganhos financeiros equivalentes a 0,3% do PIB (ou 1,9% no caso de Cingapura).

Para os demais países do leste asiático destacados há um aparente custo da ordem de -0,3% do PIB na estratégia de acumulação de reservas — a Índia apresenta um custo mais elevado —, na medida em que suas taxas de juros excedem

¹⁹ Foram utilizados os seguintes critérios: (i) derivado do mundo de baixa mobilidade de capitais, a taxa de cobertura de importações é o mais antigo indicador de adequação de reservas, tendo por parâmetro o valor mínimo de três meses; (ii) entre os indicadores da era de crises das contas de capital há o Guidotti-Greenspan (Greenspan, 1999, Guidotti *et al.*, 2004), pelo qual as reservas devem cobrir ao menos 100% da dívida externa vencendo no ano de referência; (iii) as relações reservas/M2 ou M3 — entre 5% a 20% — e reservas/estoque de investimentos em portfólio — mínimo de 30% — são igualmente observados como potenciais indicadores de adequação (McCulley e Tolouil, 2007); e (iv) Soto e García (2006) sugerem que o nível de reservas equivalente a 10% do PIB protegeria um país emergente típico de uma “parada súbita”.

as praticadas nos EUA, para instrumentos e períodos equivalentes. Brasil e Turquia se destacam como os países emergentes com os custos mais elevados de manutenção de reservas, em um montante que oscila entre -0,7% do PIB (Brasil) e -2,2% do PIB (Turquia). Assim, conforme vem sendo destacado pelo BIS (2007), UNCTAD (2007) e, mesmo o FMI (IMF, 2007), as economias emergentes mais bem-sucedidas em combinar crescimento econômico e estabilidade apresentam taxas de juros mais alinhadas às médias dos países centrais, menor volatilidade cambial e resultados fiscais mais robustos. As tabelas 2 e 3, em anexo, reafirmam a percepção de um desempenho mais favorável das economias asiáticas, a despeito das crises financeiras dos anos 1990. Todavia, depois de 2003, as maiores economias latino-americanas voltaram a crescer de forma mais robusta, com sensível melhoria nas áreas fiscal e externa. Ainda assim, as estimativas do BIS (2007), IMF (2007) e UNCTAD (2007) sugerem que as taxas de câmbio (nominais e reais efetivas) são mais voláteis e sujeitas a movimentos de intensa apreciação governados pela dinâmica especulativa — especialmente as estratégias do tipo *carry trade* — dos mercados financeiros globalizados e desregulamentados. Como destaca Carneiro (2007), o tratamento desse preço-chave — a taxa de câmbio — está no coração das diferenças de estratégia e desempenho das economias dessas duas regiões.

3.2 Integração regional na América do Sul e Ásia: um olhar sobre os regimes monetários e cambiais

Ao analisar a experiência integracionista do Mercosul, Corso e Fanelli (2006) apontam para um fato recorrentemente citado na literatura: o *boom* no comércio intra-bloco entre a assinatura do Tratado de Assunção (1991) e a crise cambial brasileira (1999) se deu em um contexto no qual os regimes macroeconômicos domésticos permitiram um processo de maior estabilidade de preços, das taxas de câmbio reais bilaterais, e um crescimento econômico superior ao verificado na década perdida, especialmente no caso argentino. Por outro lado, a mudança nos regimes monetário e cambial do Brasil, em meio a um ambiente internacional de forte instabilidade, inaugurou uma fase de divergência de estratégias e estagnação no incremento do comércio intra-bloco. As dificuldades práticas de gerir processos de estabilização em um mundo de finanças globalizadas e desregulamentadas apontavam para o enfraquecimento de qualquer pretensão a uma maior cooperação na área macroeconômica, especialmente em seus aspectos monetários e financeiros. A sempre acalentada idéia de criação de uma

“moeda única” não passava de uma miragem cada vez mais distante (Cunha e Bichara, 2005).

Depois das crises financeiras, os principais parceiros do Mercosul se lançaram no enfrentamento dos desequilíbrios gerados pelos próprios processos de estabilização inflacionária (tabelas 2 e 3, anexo). A partir de 1999, o Brasil adotou um novo tripé de políticas econômicas, fundado no câmbio flutuante, metas de inflação e geração de superávits fiscais (primários, o que exclui o pagamento de juros). A inflação foi novamente domada e, a partir de 2003, favorecida por conjuntura externa “excepcionalmente favorável” (Prates, 2006), verificou-se uma melhoria sensível na solvência externa da economia brasileira. Todavia, a manutenção de taxas de juros reais extremamente elevadas consolidou uma trajetória de baixo crescimento — desde 1994, o diferencial entre a taxa de crescimento das economias brasileira e mundial tem ficado, em média, na casa de $-1,2\%$ a.a.. No extremo oposto, a Argentina passou a crescer a uma taxa média de 8% a.a. desde 2003, bem acima da média mundial. A reestruturação da dívida externa e o bom desempenho do comércio exterior modificaram, para melhor, a situação da solvência externa do país. Por outro lado, a inflação é a segunda mais elevada do continente, sendo uma das maiores entre os países em desenvolvimento.

Contraditoriamente, o equacionamento dos principais desequilíbrios de estoque e fluxo — endividamento externo e passivos fiscais — na Argentina e no Brasil não parece ter sido suficiente para aproximar as estratégias e, por decorrência, criar um novo momento, mais propício à busca de alguma coordenação e cooperação nas áreas monetária e financeira. As agendas, prioridades e instrumentos seguem divergentes. A Argentina parece ter priorizado o enfrentamento — desgastante e solitário, não tendo contato com o apoio brasileiro nos fóruns multilaterais, especialmente no FMI — da sua crise de endividamento e, simultaneamente, deseja dar continuidade ao crescimento acelerado (Mecon, 2007, Damil, Frankel e Maurizio, 2007). Para tanto, sua política cambial e monetária deu um giro de 180 graus: o objetivo é crescer e o principal instrumento é a manutenção de um “peso competitivo”, em detrimento das pressões inflacionárias. No Brasil, dá-se o oposto: o objetivo é manter a inflação baixa; os juros elevados e o câmbio baixo são os instrumentos. O crescimento é o resíduo.

É nesse marco que se devem analisar com mais profundidade os regimes macroeconômicos dos países-chave do Mercosul, bem como dos demais sócios. Nos termos sugeridos por Medeiros (2007), qualquer processo de integração que

se pretenda significativo a partir de uma perspectiva desenvolvimentista deverá ter uma macroeconômica pró-crescimento com inclusão social. Deverá ser sustentável nas três dimensões essenciais do processo de desenvolvimento, no sentido sugerido por Furtado ao explicar que as teorias do desenvolvimento “[...] são esquemas explicativos dos processos sociais em que a assimilação de novas técnicas e o conseqüente aumento da produtividade conduzem à melhoria do bem-estar de uma população com crescente homogeneização social” (Furtado, 1992:39). Vale dizer, o desenvolvimento só está presente se, simultaneamente, há: (i) crescimento da renda, a partir do aumento da eficiência do sistema econômico; (ii) melhoria das condições de vida da população em geral, o que se explicita nos indicadores tradicionais de expectativa de vida ao nascer, escolaridade etc.; e (iii) manutenção de um perfil de distribuição da renda, riqueza e poder que seja socialmente tolerável e que, no limite, sinalize para a redução das distâncias sociais e a criação de amplas oportunidades de realização individual em um contexto de transformação da sociedade.²⁰

A macroeconomia do desenvolvimento deve buscar compreender quais combinações de arranjos institucionais e de políticas econômicas são capazes de mobilizar as forças sociais no sentido da promoção do crescimento com inclusão social. Estratégias que atuem com o objetivo final de somente estabilizar preços, deslocando a dimensão última dos fins (a busca do bem-estar e da equidade) para as decisões privadas em interação nos mercados, são estranhas ao corpo filosófico sugerido por Furtado e outros pensadores desenvolvimentistas.²¹ Para o desdobramento, em trabalhos futuros, dessa questão, há que se questionar se o

²⁰ Em sua “Pequena Introdução ao Desenvolvimento Econômico”, Furtado afirma que: “O estudo do desenvolvimento tem, portanto, como tema central a invenção cultural, em particular a morfogênese social [...] intenta-se apreender o desenvolvimento como um processo global: transformação da sociedade ao nível dos meios, mas também dos fins; processo de acumulação e de ampliação da capacidade produtiva, mas também de apropriação do produto social e de configuração desse produto; divisão social do trabalho e cooperação, mas também estratificação social e dominação; introdução de novos produtos e diversificação do consumo, mas também destruição de valores e supressão de capacidade criativa”. Assim, o conceito de desenvolvimento da fase madura da obra de Furtado avança e se torna mais complexa sobre a dimensão estritamente econômica, como aparece no clássico “Desenvolvimento e Subdesenvolvimento”. Ali se registra que: “a teoria do desenvolvimento econômico trata de explicar, numa perspectiva macroeconômica, as causas e o mecanismo do aumento persistente da produtividade do fator trabalho e suas repercussões na organização da produção e na forma como se distribui e utiliza o produto social” (Furtado, 1961:19).

²¹ Ver, por exemplo, Chang (2003) e Stiglitz *et al.* (2006).

processo de integração monetária e financeira em âmbito regional é “desejável”. A resposta só poderá ser afirmativa, na perspectiva desenvolvimentista aqui sugerida, se a estratégia de integração for capaz de promover crescimento e inclusão no espaço ampliado da região. Isto implica considerar as divergências prévias nas estruturas produtivas e níveis de desenvolvimento.

Arranjos monetários e cambiais montados para garantir certa convergência macroeconômica e, assim, pavimentar o caminho rumo a um dado objetivo final — a constituição de uma “moeda única”, por exemplo —, podem resultar na criação de um ambiente de crescimento baixo e/ou volátil, de polarização social e espacial, pela concentração de renda e de poder em setores sociais e regiões vencedoras no processo de integração, dentre outras distorções. Partindo-se de economias e sociedades que já são historicamente desiguais, deve-se ter o cuidado de não tornar os processos de convergência macroeconômica e de integração monetária e financeira como fontes adicionais da criação de assimetrias. Por isso, sugere-se partir da análise dos regimes macroeconômicos praticados em nível nacional, avaliando em que medida eles respondem à questão do crescimento com inclusão e, em um segundo momento, se eles podem produzir ambientes favoráveis ao “desenvolvimento” no espaço regional. Em caso negativo, há que se sugerir caminhos alternativos, avaliando suas potencialidades e riscos, à luz da teoria e da experiência de outras economias. Desde logo, o caso europeu parece despontar como o principal ponto de referência. Todavia, parece que, tanto no plano das estratégias nacionais, quanto no da integração regional, a experiência asiática merece ser considerada com atenção. Não apenas pelo fato de que, partindo de condições periféricas, muitos países da região implementaram bem-sucedidas estratégias nacionais de desenvolvimento, como, também, porque no período que se seguiu à crise financeira de 1997-1998 tem-se verificado uma crescente integração comercial regional, que está conduzindo a um importante debate teórico e normativo sobre a necessidade ou viabilidade de se constituir processos mais robustos de cooperação e integração monetária e financeira.

Nesse sentido, o processo de integração em curso no leste asiático parece ser paradigmático. A despeito da diversidade dos regimes cambiais e monetários, nos quais, considerando-se os regimes *de jure*, há desde o *currency board* de Hong Kong e Brunei Darussalam, passando pela livre flutuação *de jure* e *de facto* (desde 2004) do Japão. Cingapura mantém um sistema cambial baseado em uma cesta de moedas de referência. Malásia e China, depois de abandonarem o câmbio fixo

ao dólar estadunidense, em 2005, migraram para um sistema semelhante ao de Cingapura. Os demais países adotam, na prática, sistemas intermediários de flutuação administrada com níveis mais elevados de variação nas taxas de câmbio — casos de Indonésia, Camboja e Laos — ou mais estreitos — Coréia do Sul, Filipinas, Taiwan, Tailândia e Vietnã. Kawai (2007) sugere que, do ponto de vista das estratégias e políticas efetivamente praticadas, Coréia, Taiwan e Tailândia estariam migrando para um modelo semelhante ao já adotado por Cingapura, China e Malásia.

Para esse mesmo autor, fazendo eco a um importante debate sobre a integração monetária e financeira na região (Bayyumi *et al.*, 2000, Henning, 2002, Lee *et al.*, 2002, Park e Bae, 2002, Rana, 2002, Cunha e Bichara, 2005), a expansão do comércio intra-regional e dos fluxos de capitais, particularmente de investimento direto,²² conduzirá à necessidade de estabilizar as flutuações das taxas de câmbio bilaterais e aprofundar os processos de cooperação. Nesse sentido, o forte crescimento da economia chinesa e sua consolidação como centro gravitacional regional — e mundial — não parece deixar, nos termos de Kawai (2007), muitas margens de manobra para a autonomia das políticas cambiais das economias asiáticas. Qualquer desalinhamento mais intenso das moedas nacionais ante o vetor *renminbi*-dólar poderia implicar em perda de competitividade e, por isso, comprometimento das estratégias nacionais de crescimento via exportações. Por isso, ele defende — refletindo, em grande medida, a visão aparentemente predominante em certos meios oficiais, como o Banco Asiático de Desenvolvimento — uma crescente convergência das políticas e arranjos macroeconômicos.

Do ponto de vista cambial, Kawai (2007) sustenta que haveria três alternativas em gestação, com distintos apelos políticos e temporalidades, quais sejam: (i) a de que os países migrem, individualmente e sem mecanismos formais de coordenação, para regimes de câmbio administrado com base em uma cesta de moedas que reflita o *status quo* das relações econômicas internacionais de cada

²² Kawai (2007) reporta que as exportações intra-bloco passaram de 37% do total em 1985, para 55%, em 2005. Para se colocar em perspectiva, os dados no NAFTA e União Européia seriam, respectivamente, de 45% e 60%. Mais da metade do IDE da região, especialmente o que se direciona para a China, provém da própria região. Por outro lado, para os demais instrumentos (e mercados) financeiros verifica-se um baixíssimo grau de integração regional. A mobilidade da mão de obra também não é particularmente elevada. Mais detalhes em Cunha e Bichara (2005) e Bichara, Cunha e Lélis (2008).

país, o que implica considerar seu caráter cada vez mais auto-centrado na região; (ii) que tal arranjo — baseado em uma cesta de moedas — seja construído por meio de uma ação coordenada regionalmente; ou (ii) que se migre para um projeto mais ambicioso de integração aos moldes da “serpente” ou do “mecanismo cambial europeu”, vislumbrando a criação de uma moeda única. Para tanto, o espaço institucional do ASEAN+3 deveria se tornar mais robusto.

Kawai (2007) sugere que um processo coordenado e de valorização do *renminbi* por meio de algum tipo de arranjo informal — alternativa (i) — ou formal — alternativas (ii) ou (iii) — seria de interesse não só das economias asiáticas, cada vez mais interligadas entre si e, mais importante, ligadas à economia chinesa — e, por meio desse *hub*, conectadas ao resto do mundo —, mas, também, permitiria minimizar os impactos disruptivos de um eventual *hard landing* para desequilíbrios de pagamentos internacionais. Por isso, a construção dessa coordenação mais robusta dos regimes cambiais nacionais dos países asiáticos também teria um efeito positivo para a economia mundial.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Argumentou-se, ao longo deste texto, que a atual conjuntura econômica e política parece estar criando um espaço para o aprofundamento de processos regionais de cooperação monetária e financeira. Em sua análise detalhada dessa dinâmica a UNCTAD (2007) chega a uma conclusão normativa forte de que “não há (melhor) alternativa” disponível para as principais economias emergentes que não a da integração regional. Subjacente ao argumento está um pessimismo quanto ao avanço de reformas mais profundas na arquitetura financeira internacional. Assim, em um ambiente de finanças globalizadas e liberalizadas, os países não teriam condições de, por meio de suas políticas e arranjos macroeconômicos e fortalecimento de instituições domésticas, conter as tendências disruptivas geradas pelos ciclos financeiros exogenamente determinados. Por isso, o incentivo à construção de mecanismos de cooperação financeira em âmbito regional, para o financiamento a curto prazo de desequilíbrios externos, o financiamento do desenvolvimento e para a estabilização dos preços-chave, particularmente a taxa de câmbio (Biancareli, 2007).

Por força do exemplo europeu e dos desdobramentos normativos das teorias convencionais sobre integração econômica, as idéias sobre “convergên-

cia macroeconômica” e “moeda única” povoam o imaginário de pesquisadores e tomadores de decisão na esfera política. Não à toa ela aparece desde os primórdios da criação da ALALC-ALADI e do próprio Mercosul, sendo reafirmada em muitos momentos. Entretanto, procurou-se evidenciar que há, no caso latino-americano (ou, em um recorte mais estrito, sul-americano), um nítido divórcio entre “intenções” e “resultados concretos”. Em grande medida esse fato parece estar associado aos episódios recorrentes de crises financeiras domésticas, que forçam esses países a adotar políticas que visam corrigir desequilíbrios passados – a inflação crônica, por exemplo —, mas que acabam gerando novas perturbações — vulnerabilidades externas e fiscais — que conduzem a novas crises, criando uma intensa volatilidade nos preços macroeconômicos fundamentais e no crescimento. Esse tipo de ambiente não favorece ao aprofundamento do comércio regional e da cooperação econômica (e política) intra-bloco. Mais grave, impede que qualquer objetivo mais robusto de convergência de arranjos e desempenho saia do plano retórico.

Na Ásia, especialmente nesta década, que se seguiu às crises financeiras de 1997-1998, há dois movimentos concatenados que estão levando à necessidade de ampliar o escopo da cooperação e a coordenação nas áreas monetária e financeira: de um lado, a forte integração comercial e, em menor escala, financeira; de outro, o fortalecimento da China como pólo regional/global de crescimento. Por isso, essa região está se convertendo em um interessante laboratório de iniciativas que, aparentemente, se emulam na experiência européia, mas que se constroem a partir das especificidades asiáticas. Em especial, há a grave lacuna da ausência de uma convergência política mais robusta em torno dos projetos (ou visões) integracionistas. A região da Ásia-Pacífico encontra-se no epicentro da principal transformação geopolítica do mundo do século XXI: a ascensão chinesa em contraponto aos interesses estadunidenses. Para tornar a questão ainda mais complexa, o Japão vinha construindo nas últimas três décadas um projeto de liderança regional que não parece encontrar eco nas atuais ambições chinesas.

É nesses marcos que a análise dos processos de integração monetária e financeira deve se inserir. Procurou-se, ademais, demarcar um terreno importante para futuros trabalhos, qual seja: qualquer pretensão à integração deve responder a duas questões fundamentais. A integração monetária é desejável? Ademais, ela é possível? Tais repostas devem ser mediadas a partir de uma macroeconomia do

desenvolvimento — ou seja, qualquer escolha de arranjos e políticas em seu escopo regional precisa, necessariamente, produzir uma dinâmica de crescimento, estabilidade e inclusão social. Sugere-se que é importante evitar a adoção “fora de tempo e de lugar” de projetos artificiais de “convergência macroeconômica” ou “moeda única”, na medida em que estes levem à adoção de políticas deflacionistas e de aprofundamento das já elevadas disparidades distributivas — funcionais e espaciais. Por outro lado, deve-se também ter em conta que o aprofundamento da integração econômica regional pode ser dificultado quando há excessiva divergência de regimes e de desempenho econômico. Isso leva à necessidade da construção/fortalecimento de mecanismos de cooperação que permitam compatibilizar as dinâmicas de integração com o objetivo político maior de produzir desenvolvimento entre os sócios dos blocos regionais.

A tarefa de estudar esses fenômenos é facilitada pela existência de uma tradição já robusta de pesquisas teóricas e empíricas sobre a integração monetária e financeira no Mercosul e em outras regiões emergentes. Cunha e Bichara (2005) e Bichara, Cunha e Lélis resgatam parte dessa literatura. Ainda assim, cabe observar que os relevantes esforços recentes, como os de Corso e Fanelli (2006) e Souza e Hoff (2006), estão enfatizando o estudo dos regimes macroeconômicos domésticos dos países membros do Mercosul para o período que se seguiu às crises financeiras domésticas. Todavia, segue havendo uma importante lacuna de pesquisa a ser preenchida na análise das alternativas de convergência e cooperação no âmbito do Mercosul, aos moldes do esforço feito por Kawai (2007) para o caso asiático. Essa abordagem deve considerar os aspectos destacados anteriormente de uma macroeconomia para o desenvolvimento, pensado em termos regionais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AIZENMAN, J.; LEE, J. International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence. *Working Paper* 05/198. Washington, DC: International Monetary Fund, 2005.

AIZENMAN, J.; LEE, Y.; RHEE, Y. International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations and case study of Korea. *NBER Working Paper* 10.534. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2004.

AIZENMAN, J.; MARION, N.P. *International reserves holding with sovereign risk and costly tax collection*. Santa Cruz Center for International Economics, Working Paper Series 1014, Center for International Economics, UC Santa Cruz, 2004; e *Economic Journal* 114, 569–91, 2004.

AIZENMAN, J; MARION, N. The high demand for international reserves in the Far East: what's going on? *Journal of the Japanese and International Economies* 17, 370–400, 2003.

ALESINA, A.; BARRO, R. J.; TENREYRO, S. *Optimal currency areas*. Disponível em: <http://post.economics.harvard.edu/faculty/alesina/papers.html>, 2002.

AZIZ, J.; CARAMAZZA, F.; SALGADO, R. Currency crises: in search of common elements. *IMF Working Paper*, WP/00/67. Washington, DC: International Monetary Fund, 2000.

BAYYOUMI, T.; EICHENGREEN, B.; MAURO, P. On regional monetary arrangements for ASEAN. *CEPR Discussion Paper n. 2411*, 2000.

BIANCARELI, A. M. *Globalização, inserção externa e financiamento: padrões regionais e iniciativas para a integração na América do Sul*. Campinas: Instituto de Economia, 2007 (mimeo).

BICHARA, J. *Coordinación de política macroeconómica en el Mercosur*. Universidad Autónoma de Madrid, 2002 (tese de doutorado não publicada).

BICHARA, J. S.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. Integración monetaria y financiera en América del Sur y Asia. *Latin American Research Review*. Austin, Texas (EUA), 2008 (aprovado para publicação).

BIS. 77th *Annual Report*. Basle, Bank for International Settlements, 2007.

BIS. Financial globalization. *BIS Papers* n. 32, December. Basle, Bank for International Settlements, 2006.

CABALLERO, R. J.; CALDERÓN, C.; CÉSPEDES, L. F. External vulnerability and preventive policies. *Serie de Libros Banca Central* vol. X. Santiago de Chile: Banco Central de Chile, 2006.

CABALLERO, R. J.; PANAGEAS, S. Contingent reserves management: an applied framework. *NBER Working Paper*, n. 10786, National Bureau of Economic Research, 2004.

CALVO, G.; REINHART, C. Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, Cam-

bridge, v.117, n.2, p.379–408, May 2002.

CARNEIRO, R. Globalização e integração regional. Campinas: Instituto de Economia, 2007 (mimeo).

CARVALHO, F. C. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, Vol 25, nº 4, Out-Dez, 2005.

CHANG, H. *Rethinking development economics*. London: Anthem Press, 2003.

CORSO, E. A.; FANELLI, J.M. El nuevo régimen cambiario en la Argentina y sus implicancias para el Mercosur. In BERLINSKI, J.; SOUZA, F. E. P.; CHUDNOVSKY, D.; LÓPEZ, A. (coord.). *15 años de Mercosur: comercio, macroeconomía e inversiones extranjeras*. Montevideo: Zonalibro, 2006.

CUNHA, A. M. *Crise no Pacífico Asiático: causas e conseqüências*. Campinas: Instituto de Economia (tese de doutorado, não publicada).

CUNHA, A. M. Estratégias periféricas sessenta anos depois do Acordo de Bretton Woods. *Revista de Economia Política*, v. 26, n. 4, p. 483-501, São Paulo, 2006.

CUNHA, A. M.; BICHARA, J. S. Integração monetária e financeira em regiões emergentes: a experiência recente do Pacífico Asiático pode servir de inspiração para o Mercosul? *Economia e Sociedade*. Campinas: UNICAMP, v. 14, n. 2 (25), p. 235-262, 2005.

CUNHA, A. M.; PRATES, D. M.; LÉLIS, M. T. C. Globalização financeira e demanda precaucional por reservas: o Brasil estaria aderindo ao padrão asiático de acumulação de divisas? In *Actas IX Reunión de Economía Mundial*. Madrid, 2007.

DAMIL, M.; FRENKEL, R.; MAURICIO, R. Macroeconomic policy changes in Argentina at the turn of the century. *Nuevos Documentos Cedes*, 2007/29. Buenos Aires: Cedes, 2007.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; DETRAGIACHE, E. Financial liberalization and financial fragility. *IMF Working Paper*, 98/83, june. Washington, DC: International Monetary Fund, 1998.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. *International financial stability*. Deutsche Bank, 2005. Disponível em: <http://econ.ucsc.edu/~mpd/>. Acesso em: 01 mar. 2007.

EATWELL, J.; TAYLOR, L. *Global finance at risk*. New York: The New Press, 2000.

EDISON, H.; KLEIN, M.; RICCI, L.; SLOK, T. Capital account liberalization and economic performance: a review of the literature. *IMF Working Paper* 02/120. Washington, DC: International Monetary Fund, 2002.

EICHENGREEN, B. Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. *NBER Working Papers* 10.497. Washington, DC: National Bureau of Economic Research, 2004.

EICHENGREEN, B. Whither monetary and financial cooperation in Asia? PECC Financial Forum Conference “*Issues and Prospects for Regional*”, 2002.

EUROPEAN CENTRAL BANK. The accumulation of foreign reserves. International relations committee task force. *Occasional Paper Series* n. 43, February, 2006.

FANELLI, J.M. *Coordinación de políticas macroeconómicas en el Mercosur*. CEDES, Buenos Aires: CEDES, abril, 2000.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L.F.; ARESTIS, P.; SAWYER, M. O Euro e a UME: lições para o Mercosul. *Economia e Sociedade*, vol.12, nº1(20), jan./jun, 2002.

FLOOD, R.; MARION, N. Holding international reserves in an era of high capital mobility. *IMF Working Paper*, n. 62, 2002.

FRANKEL, J.; ROSE, A. The endogeneity of the optimum currency area criterium. *NBER Working Paper*, 5700. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1996.

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

FURTADO, C. *Desenvolvimento e subdesenvolvimento*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

GREENSPAN, A. *Currency reserves and debt*. Remarks before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management. Washington, D.C., April 29, 1999.

GUIDOTTI, P. E.; STURZENEGGER, F.; VILLAR, A. On the consequences of sudden stops. *Economia*, Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association (Spring/2004), 2004.

HAUNER, D. A. Fiscal price tag for international reserves. *IMF Working Paper*

WP/05/81, April 2005. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0581.pdf>. Acesso em: 03 mar. 2007.

HAUSMANN, R.; PANIZZA, U.; STEIN, E. *Why do countries float the way they float?* Inter-American Development Bank, Working Paper 418, May, 2000.

HENNING, C. R. *East Asia financial cooperation*. Washington: Institute of International Economics, 2002.

IMF. Are foreign exchange reserves in Asia too high? In *World Economic Outlook, September 2003*. Washington DC: International Monetary Fund, 2003.

IMF. *World Economic Outlook*, October. Washington DC: International Monetary Fund, 2007.

ISARD, P. *Globalization and the international financial system*. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

JEANNE, O.; RANCIÈRE, R. The optimal level of international reserves for emerging market countries: formulas and applications. *IMF Working Paper* 06/229. Washington, DC: International Monetary Fund, 2006.

JOMO, K.S. Growth after the asian crisis: what remains of the East Asian model? *G-24 Discussion Paper*, n.10 (march), 2001.

KAMINSKY, G.; REINHART, C. M. Banking landing and contagion: evidences from the East Asia crisis. In ITO, T.; KRUEGER, A. (2001). *Regional and global capital flows: macroeconomic causes and consequences*. Chicago: University of Chicago Press, 2001.

KAWAI, M. Toward a regional exchange rate regime in East Asia. *ABD Institute Discussion Paper*, n.68. Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2007.

LAVAGNA, R.; GIAMBIAGI, F. Hacia la creación de una moneda común – una propuesta de convergencia coordinadas de políticas macroeconómicas. *Ensaio BNDES* n° 6. Rio de Janeiro, Brasil, 1998.

LEE, J.; PARK, Y. C.; SHIN, K. *A currency union in East Asia*, 2002. Disponível em <http://soback.kornet.net/~ycpark/>

MCCULLEY, P.; TOLOUUIL, R. *Perils of plenty: can foreign reserves growth forever?* Global Central Banks Focus, November. New York: PIMCO, 2007(www.pimco.com).

MCKINNON, R. Optimum currency areas. *American Economic Review*, 53, septem-

ber, 717-724, 1963.

MECON. *Lineamientos estratégicos para el desarrollo productivo de la Argentina*. Buenos Aires: Ministerio de Economía y Producción, República Argentina, 2007.

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

MEDEIROS, C. A. *Os dilemas da integração sul-americana*. Campinas: Instituto de Economia, 2007 (mimeo).

MENDONÇA, H. F.; SILVA, A. Moeda única: teoria e reflexão para o Mercosul. *Revista de Economia Política*, Vol 24, nº 1, jan-mar, 2004.

MISHKIN, F. S.; SCHMIDT-HEBBEL, K. Monetary policy under inflation targeting. *Serie de Libros Banca Central*, vol. XI. Santiago de Chile: Banco Central de Chile, 2007.

MISHKIN, F. *The next great globalization: how disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich*. New Jersey: Princeton University Press, 2006.

MUNDELL, R. A. A theory of optimal currency. *American Economic Review*, 51, september, 657-665, 1961.

PARK, Y. C.; BAE, K. Financial liberalization and economic integration in East Asia. PECC Financial Forum Conference “*Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development*”, Honolulu, August, 2002.

PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S.; KOSE, M.A. Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. *IMF Occasional Paper n.220*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2003.

PRATES, D. M. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. In CARNEIRO, R. (org.). *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Editora UNESP, 2006.

RANA, P. B. Monetary and financial cooperation in East Asia: the Chiang Mai Initiative and beyond. *ERD Working Paper n. 6*. Manila: Asia Development Bank, 2002.

ROSE, A.; ENGEL, C. Currency unions and international integration. *NBER Working Paper*, 7872. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2000.

SILVA, A. C. M. *Notas sobre a integração latino-americana*. Campinas: Instituto de Economia, 2007 (mimeo).

SOTO, P.; GARCÍA, C. Large hoardings of international reserves: are they worth it? In CABALLERO, R.; CALDERÓN, C.; CÉSPEDES, L.F. *External vulnerability and preventive policies*. Santiago de Chile: Banco Central de Chile, 2006.

SOUZA, F. E. P.; HOFF, C. R. O regime cambial brasileiro: sete anos de flutuação. In BERLINSKI, J.; SOUZA, F. E. P.; CHUDNOVSKY, D.; LÓPEZ, A. (coord.). *15 años de Mercosur: comercio, macroeconomía e inversiones extranjeras*. Montevideo: Zonalibro, 2006.

STALLINGS, B.; STUDART, R. *Finance for development: Latin America in comparative perspective*. Washington, DC: Brookings Institution Press, 2006.

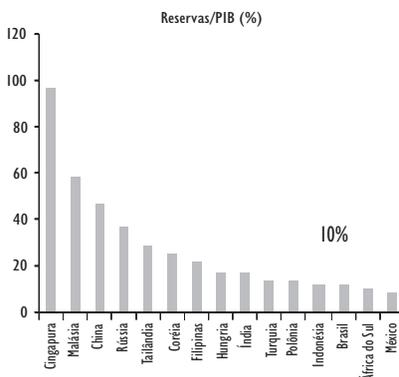
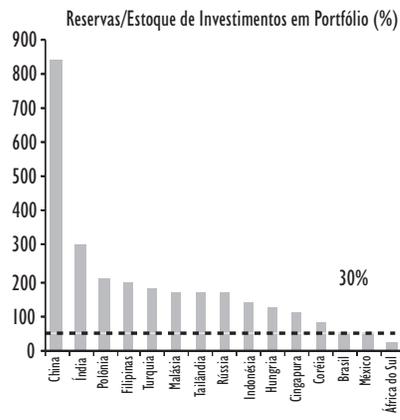
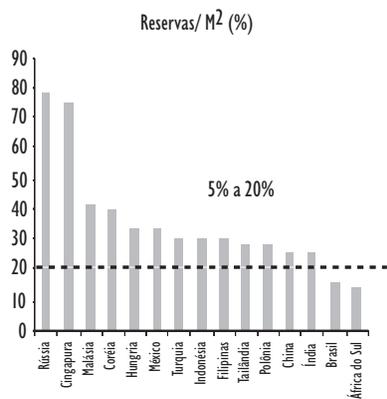
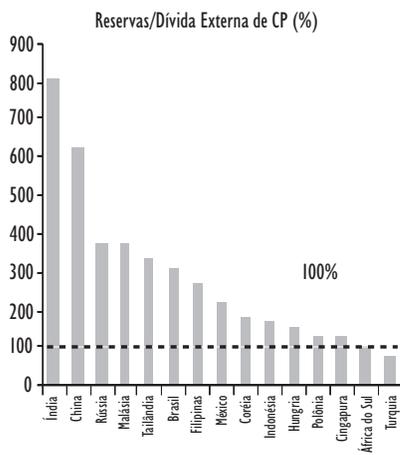
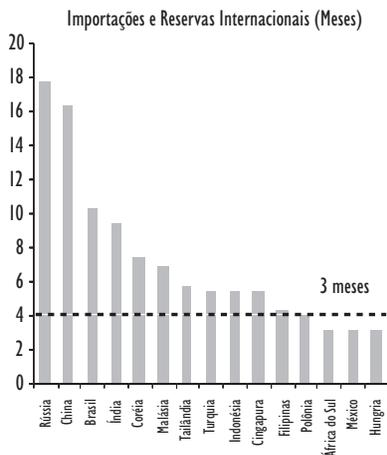
STIGLITZ, J.; OCAMPO, J.; SPIEGEL, S.; FRENCH-DAVIS, R.; NAYYAR, D. *Stability with growth: macroeconomics, liberalization and development*. New York: Oxford University Press, 2006.

UNCTAD. *Trade and development report - 2007*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 2007.

WORLD BANK. *Economic growth in the 1990s: learning from a decade of reform*. Washington, DC: World Bank, 2005.

ANEXO

Indicadores de Adequação de Reservas em Economias Selecionadas 2007



Elaboração própria com base nos dados de McCulley e Toloui (2007) e do Deutsche Bank Infobase (<http://www.dbresearch.com>, dezembro 2007).

I. Estimativa dos Custos de Acumulação de Reservas em 2007

	Diferenciais de Juros*		Impactos dos Custos de Carregamento das Reservas	
	Custo Doméstico da Estirelização	Margem Líquida (Rem. Reservas - Custo Est.)	Margem Líquida do Total das Reservas	Margem Líquida do Excedente de Reservas**
	%	%	% do PIB	% do PIB
Ásia				
China	3,2	0,8	0,3	0,2
Cingapura	2,1	1,9	1,9	0,4
Coreia	5,4	-1,4	-0,4	-0,2
Filipinas	5,6	-1,6	-0,3	-0,1
Índia	7,5	-3,5	-0,7	-0,4
Indonésia	8,3	-4,3	-0,5	-0,2
Malásia	3,5	0,6	0,3	0,2
Tailândia	3,2	0,8	0,3	0,1
Outros Emergentes				
Brasil	11,3	-7,3	-0,7	-0,1
Hungria	7,5	-3,5	-0,7	0,0
México	7,2	-3,2	-0,3	0,0
Polônia	4,8	-0,8	-0,1	0,0
Rússia	5,3	-1,3	-0,4	-0,3
África do Sul	9,8	-5,8	-0,5	n.d.
Turquia	17,3	-13,3	-2,2	n.d.

FONTE: McCulley e Toloui (2007)

(*) O parâmetro para as receitas com aplicação de reservas foi a taxa de remuneração das Notas do Tesouro dos EUA (4% a.a.)

(**) O excesso de reserva se refere ao montante acima do parâmetro mais estrito (com respeito à dívida de curto prazo, estoque de ativos, M2 ou meses de importação)

2. Indicadores Macroeconômicos Selecionados de Economias Asiáticas e Latino-Americanas (1991-2006)

	PIB (% a.a.)			Inflação (% a.a.)			Resultado Fiscal (% do PIB)			Dívida Pública (% do PIB)		
	1991-97	1998-02	2003-06	1991-97	1998-02	2003-06	1991-97	1998-02	2003-06	1991-97	1998-02	2003-06
Ásia*	7,0	3,3	5,8	7,1	2,8	3,2	-0,3	-2,6	-1,3	60,4	67,2	57,2
China	11,5	8,2	10,4	11,8	-0,2	2,5	-1,4	-2,4	-1,4	n.d.	18,3	18,2
Cingapura	8,6	3,5	6,6	2,1	0,2	1,0	7,4	1,0	-0,3	74,8	90,8	102,3
Coreia	7,0	4,4	4,2	5,9	3,0	2,8	-0,3	-0,2	0,7	9,7	19,9	28,0
Filipinas	4,3	3,0	5,4	8,8	5,6	5,9	-1,0	-4,3	-3,1	78,9	104,7	108,4
Índia	5,6	5,4	8,5	8,3	5,0	4,8	-8,4	-10,2	-7,6	75,6	75,7	82,8
Indonésia	6,9	0,2	5,3	8,6	22,3	8,8	n.d.	-2,4	-1,3	22,4	82,2	53,5
Malásia	9,2	2,5	6,0	3,6	2,7	2,5	1,2	-4,2	-4,2	60,4	58,7	60,9
Tailândia	6,8	1,2	5,7	5,2	1,8	3,5	2,3	-2,8	0,2	17,7	53,1	45,4
América Latina*	3,7	1,1	5,0	21,2	8,7	5,9	0,1	-2,2	-0,7	35,2	49,8	44,0
Argentina	6,1	-3,1	8,9	16,4	7,5	8,0	0,0	-1,6	2,5	27,5	62,9	99,2
Brasil	3,0	1,7	3,4	717,5	7,4	6,4	-2,5	-6,0	-3,0	39,8	52,7	62,2
Chile	8,2	2,5	4,9	10,5	3,4	2,5	2,1	-0,8	3,5	68,2	48,5	31,6
Colômbia	4,0	0,5	5,1	22,3	9,8	5,4	-1,4	-5,3	-4,5	19,2	51,2	48,3
México	2,9	3,2	3,3	20,1	9,8	4,2	0,2	-1,1	-0,2	35,2	42,3	39,8
Venezuela	3,4	-1,5	7,8	53,9	21,4	19,4	0,5	-2,9	-1,2	n.d.	33,4	36,0

FONTE: Elaboração própria com base em Deutsche Bank Infobase (<http://www.dbresearch.com>, dezembro 2007)

(*) Mediana (não ponderada).