



Texto para Discussão 015 | 2016

Discussion Paper 015 | 2016

Integração Financeira na América Latina entre 2000 e 2014: avanços, limites e caminhos à frente

Norberto Montani Martins

Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

This paper can be downloaded without charge from
<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>

Integração Financeira na América Latina entre 2000 e 2014: avanços, limites e caminhos à frente¹

Abril, 2016

Norberto Montani Martins

Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

Resumo

O presente artigo objetiva atualizar a análise acerca do processo de integração financeira na América Latina, cobrindo o período entre 2000 e 2014, e ampliar o escopo analítico de trabalhos anteriores dedicados ao tema através da incorporação de elementos institucionais e políticos. Busca-se fornecer uma visão ampla, congregando fatores econômicos, institucionais e políticos para avaliar não só a evolução da integração em si, mas também os limites deste processo face às idiosincrasias regionais. Conclui-se que o processo de integração financeira regional avançou de forma não desprezível na América Latina durante o período analisado. Entretanto, argumenta-se que o desenrolar do processo de integração manteve, ou mesmo criou, importantes barreiras à sua expansão, devido à manutenção das assimetrias regionais em áreas-chave, como tamanho dos mercados, regulação e infraestrutura. Além disso, pontua-se que o aparente alinhamento político dos países não foi suficiente para estimular a criação de um projeto comum de integração financeira na região, dando origem a iniciativas fragmentadas que enfraquecem a possibilidade de avanço na efetiva integração.

¹ O artigo resulta de longas discussões com os amigos Ernani Torres, professor do IE/UFRJ, e Luiz Macahyba sobre a integração financeira na América Latina. Em alguns trechos, reflete ideias levantadas originalmente por eles nestas discussões conjuntas. Esta versão, contudo, diz respeito à minha leitura pessoal sobre o tema e os eventuais erros, omissões ou coisas do tipo são de minha inteira responsabilidade. Agradeço também ao professor Ricardo Bielschowsky pelos comentários feitos sobre uma versão preliminar deste trabalho, igualmente sem implicá-lo em responsabilidade pelo conteúdo desta versão.

1 Introdução

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

A integração *financeira* regional, neste contexto, não era um objeto específico de preocupação. Por um lado, isto se deve ao fato de que a própria expressão “integração financeira” não tinha significado muito claro à época, muito embora o estreitamento dos laços financeiros entre os países já começasse a se manifestar. Por outro lado, o ponto crítico das discussões, que perdurou até a década de 1980, centrava nas formas de viabilizar o financiamento da industrialização³. Desse ponto de vista, os países latino americanos compartilhavam da escassez de capitais (e.g. Prebisch, 2000: 92-108) e a integração financeira regional pouco tinha a oferecer como resposta ao desafio do financiamento.

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

² O estímulo ao comércio intrarregional era entendido como possível rota estratégica para a diversificação das exportações dos países latino americanos. Ele permitiria ampliar o tamanho do mercado para os produtos dos setores industriais mais “exigentes” em escala e, assim, contribuiria para o aprofundamento do processo de substituição de importações (Bielschowsky, 2000: 30).

³ Ainda que na década de 1970 diferentes “estilos” de desenvolvimento fossem tidos como possíveis, o financiamento sustentado do investimento e da industrialização se manteve como preocupação do ponto de vista analítico.

prática, a integração financeira regional surge como uma temática relevante especialmente a partir dos anos 1990.

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

Além disso, o aparente sucesso da integração europeia em diversas frentes, inclusive a financeira, criou um paradigma de análise relevante para a definição de estratégias regionais de desenvolvimento. A palavra “aparente” tem função importante: a crise financeira internacional de 2008-9 e seus desdobramentos trouxeram à tona diversas contradições e vulnerabilidades do projeto europeu, em especial, da zona monetária unificada pelo euro. De qualquer forma, muito se produziu sobre o tema, buscando consolidar a experiência europeia como uma possível rota a ser seguida.

Na América Latina, iniciativas com vistas à integração financeira regional foram levadas a cabo em algumas oportunidades desde a década de 1990, renovando o interesse pelo tema⁴. Por exemplo, no âmbito governamental, a assinatura do Protocolo de Montevideu, do Mercosul, em 1997, estabeleceu um plano de ação para a integração dos serviços financeiros nesta sub-região. Mais recentemente, no âmbito privado, o lançamento do Mercado Integrado Latino-Americano (Mila), em 2011, trouxe para a mesa a integração dos mercados de ações andinos e, posteriormente, em 2014, o mercado mexicano.

Desde então, diversos trabalhos vêm se ocupando com a análise e documentação dos indicadores tradicionais de integração financeira na América Latina. Torre et al. (2012:

⁴ A partir deste período, a temática também passa a ser contemplada nos trabalhos da Cepal, sob o enfoque denominado *neoestruturalista*. Na década de 1990, a discussão sobre regionalismo aberto, ainda que possa ser considerada uma ruptura com o pensamento cepalino progresso (Corazza, 2006), trouxe à mesa os aspectos financeiros da integração (Cepal, 1994). A temática reaparece na discussão sobre as políticas para melhorar a inserção latino americana na economia mundial (Cepal, 1995). Ainda, a junção entre o paradigma de transformação produtiva com equidade e o conceito de agenda para a era da globalização abre espaço para situar a questão da integração regional a partir das transformações geradas pela abertura comercial e financeira na região (ver Bielchowsky, 2009).

58-9) destacam a crescente integração das economias da região à economia mundial e entre elas próprias, apontando para a expansão dos fluxos de investimentos financeiros intrarregionais. Didier et al. (2015) reiteram esta perspectiva, ilustrando que a ampliação da integração financeira latino-americana ocorre principalmente pelos fluxos de investimentos em portfólio, empréstimos bancários e fusões e aquisições. Entretanto, apresentam visão essencialmente economicista sobre a questão.

O presente artigo busca atualizar a análise acerca do processo de integração financeira na América Latina, cobrindo o período entre 2000 e 2014, e ampliar o escopo analítico dos trabalhos anteriores através da incorporação de elementos institucionais e políticos. Neste sentido, buscamos fornecer uma visão mais ampla, congregando fatores econômicos, institucionais e políticos para avaliar não só a evolução da integração em si, mas também os limites deste processo face às idiossincrasias regionais.

Com tal propósito, iremos avaliar um grupo de seis fatores que associamos à integração financeira: (i) os fatores macroeconômicos; (ii) a orientação dos mercados; (iii) o desenvolvimento dos diferentes mercados; (iv) a infraestrutura de mercado; (v) a resiliência e a regulação financeira; e (vi) o alinhamento político. A partir deste arcabouço analítico, buscamos evidenciar como a integração financeira latino-americana evoluiu nos anos 2000 e, principalmente, demarcar os limites deste processo de integração. Por fim, buscamos avaliar os possíveis caminhos à frente para a sequência ou estancamento do processo de integração financeira da América Latina.

2 Integração financeira: aspectos conceituais

2.1 Um mesmo termo, diferentes significados

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

Alguns autores entendem a integração financeira como um sinônimo da *conexão entre os mercados financeiros de diferentes jurisdições*. Entretanto, usualmente estes autores fazem referência a alguma característica *específica* desta relação: a expansão dos fluxos de capitais estrangeiros, a ampliação dos investimentos estrangeiros em ativos financeiros domésticos etc. (Lane e Milesi-Ferretti, 2003; Kose et al., 2003; Kose et al., 2009; Torre et al., 2012; Kaltenbrunner e Painceira, 2014; Levy-Yeyati e Williams, 2014; Didier et al., 2015).

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

Por fim, um último grupo de autores se refere à integração financeira como um movimento dos mercados nacionais na direção de sua unificação, isto é, na formação de um mercado único (Baele et al., 2004; Belfrage, 2013). Alguns destes autores focam na temática da “lei do preço único”⁵ (Ayuso e Blanco, 1999; Adjaouté e Danthine, 2003;

⁵ Em termos simples: se um mercado é perfeitamente integrado, ele é um; portanto, para um mesmo ativo, um único preço deve vigorar. Estes autores, portanto, buscam avaliar a convergência dos preços como indicador de integração.

Baele et al., 2003; Baele et al., 2004: 12-18). Tipicamente, a União Europeia é alvo da análise destes autores.

Para fins deste artigo, levamos em conta as contribuições acima mencionadas, porém admitimos um significado mais genérico: a *integração financeira* é entendida como *o processo de estreitamento dos laços entre os mercados, os investidores e as instituições financeiros de uma ou mais jurisdições distintas*.

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

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

Já a segunda dimensão, se refere ao *processo de estruturação e consolidação de um mercado financeiro único*. Neste caso, uma maior integração financeira significa uma maior harmonização das regulações, implica a criação de instituições supranacionais (por exemplo, incumbidas da supervisão ou do cumprimento das regras) e pode acarretar maior unificação da infraestrutura de mercado. A ampliação dos negócios transfronteiriços reside, naturalmente, no núcleo do processo de unificação dos mercados. Assim, esta segunda dimensão abarca a primeira, porém vai além. As fronteiras perdem seus sentidos num contexto de mercado único, à medida que os mercados nacionais se tornam progressivamente um mercado regional unificado, como ilustrado, imperfeitamente⁶, pela

⁶ Isto não significa, contudo, que a integração é “perfeita”, conforme os teóricos da “lei do preço único” buscam estabelecer. Justamente por isso rejeitamos esta abordagem: a segunda dimensão sob a qual

experiência da União Europeia (Banco Central Europeu, 2014: Capítulo II; Comissão Europeia, 2014a; 2014b; 2015).

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

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

2.2 Um arcabouço para analisar a evolução da integração financeira

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

podemos enxergar um processo de integração financeira diz respeito à progressiva caminhada no sentido de um corpo único de regras, participantes e operações, mas não significa harmonização ou unificação absoluta.

de particular interesse: a taxa de câmbio e a taxa de juros (ou o complexo de taxas de juros).

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

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

Quando analisamos unicamente os aspectos econômicos associados à integração financeira, contudo, acabamos por deixar de lado outros elementos importantes. Incorporar os fatores institucionais, e, eventualmente, políticos, se torna relevante para entender efetivamente os caminhos da integração financeira, analisar corretamente sua trajetória e determinar seus possíveis cursos futuros. Neste sentido, em adição às condições macroeconômicas, inserimos em nossa análise cinco fatores: a orientação dos mercados; o grau de desenvolvimento dos diferentes segmentos de mercado; a infraestrutura de mercado; a resiliência e rigidez regulatória; o alinhamento político.

A orientação de mercado assume um significado particular em nosso arcabouço. Diz respeito aos investidores que lideram ou determinam o comportamento dos mercados nacionais, em especial, se domésticos ou estrangeiros. Instituições financeiras, fundos de investimento, fundos de pensão etc., todos desempenham um papel relevante na determinação das trajetórias dos mercados. Contudo, no espaço nacional, o

comportamento destes agentes responde às mesmas variáveis e às convenções formadas localmente. Isto difere quando confrontamos investidores locais e estrangeiros.

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

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

As infraestruturas dos mercados financeiro e de capitais, por sua vez, são fundamentais para determinar o grau de segurança sistêmica com que operam estes mercados. Também refletem e condicionam o desenvolvimento dos mercados. Operações financeiras envolvem uma estrutura complexa de sistemas, prestadores de serviços e intermediários para o curso normal dos negócios. Esta estrutura abarca a operação e regulação dos sistemas de pagamento e de compensação de ativos, depositários centrais de ativos, sistemas de registro de ativos e outras infraestruturas “verticalmente integradas”⁷. As regras e os padrões de infraestrutura de mercado podem variar significativamente de país

⁷ Por exemplo, um depositário central que também funcione como sistema de registro, contraparte central e sistema de compensação de ativos financeiros e valores mobiliários.

a país, impondo custos reais ou virtuais para a integração financeira numa região. Diferenças nas exigências referentes ao ciclo de criação dos ativos (escrituração, depósito centralizado e custódia), nos padrões de mensagem, nos padrões de registro (uso ou não de códigos globalmente unificados, como o Legal Entity Identifier) e nos ciclos de liquidação das operações são exemplos de características que podem dificultar a integração.

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

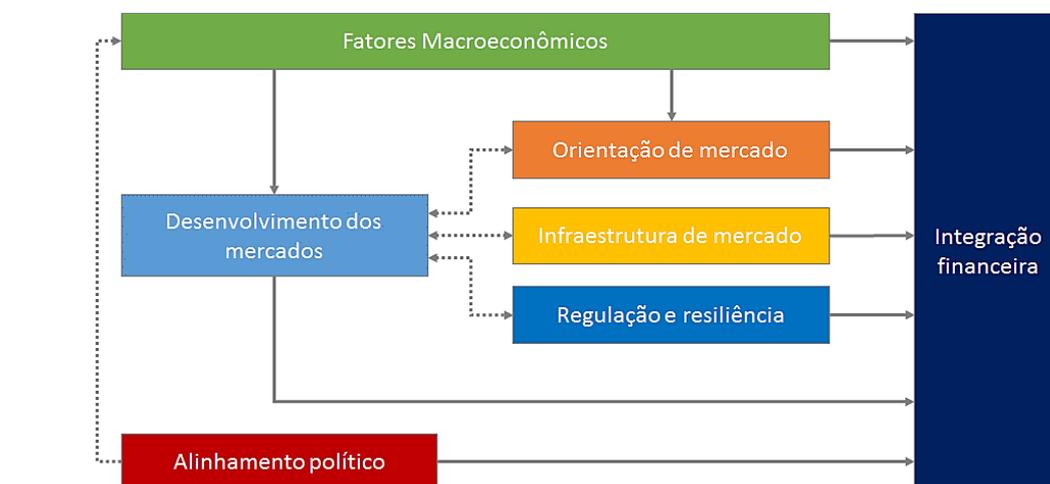
Por fim, a questão do alinhamento político é um importante condicionante das trajetórias de integração regional. O grau de coordenação e cooperação entre os países no escopo da integração financeira, inclusive nos aspectos macroeconômicos envolvidos no processo, é diretamente influenciado pela vontade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

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

O Diagrama 1 sintetiza o esquema analítico proposto nesta seção, englobando os seis fatores discutidos em detalhe acima: (i) os fatores macroeconômicos; (ii) a orientação dos

mercados; (iii) o desenvolvimento dos diferentes mercados; (iv) a infraestrutura de mercado; (v) a resiliência e a regulação financeira; e (vi) o alinhamento político.

Diagrama 1: Esquema Analítico



Fonte: Elaboração própria.

3 Integração financeira na América Latina nos anos 2000

Uma vez estabelecido o arcabouço analítico a ser utilizado, partiremos para a avaliação de cada fator enunciado acima. Nossa análise irá cobrir o período entre 2000 e 2014. Optamos por este recorte devido a três razões: (i) a década de 1990 é um período conturbado, devido à estabilização tardia de economias importantes da região e às crises de final de século; (ii) é somente nesta década que as principais economias da América Latina “concluem” seus processos de liberalização financeira; (iii) há maior disponibilidade de dados, especialmente aqueles relativos ao grau de desenvolvimento financeiro dos países.

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

3.1 Fatores macroeconômicos

Quando tratamos da primeira dimensão da integração financeira, focamos o papel que a ampliação dos negócios transfronteiriços possui no estreitamento dos laços financeiros entre os países. Destacamos dois canais: o primeiro foi a ampliação dos fluxos de capitais entre os países; o segundo a presença de instituições e contrapartes estrangeiras nos mercados nacionais. É sobre este primeiro canal que assumimos uma influência mais *direta* dos fatores macroeconômicos, ainda que influenciem também o segundo canal.

A partir da década de 1980, a adoção do receituário do Consenso de Washington foi regra comum para os países latino-americanos. A adoção de políticas macroeconômicas com o propósito de “estabilizar” as economias, o que, em geral, envolvia austeridade fiscal e privilégio ao controle inflacionário, foi disseminada, rompendo com as características da

gestão macroeconômica do que Bértola e Ocampo (2015) chamaram de período de industrialização dirigida pelo Estado.

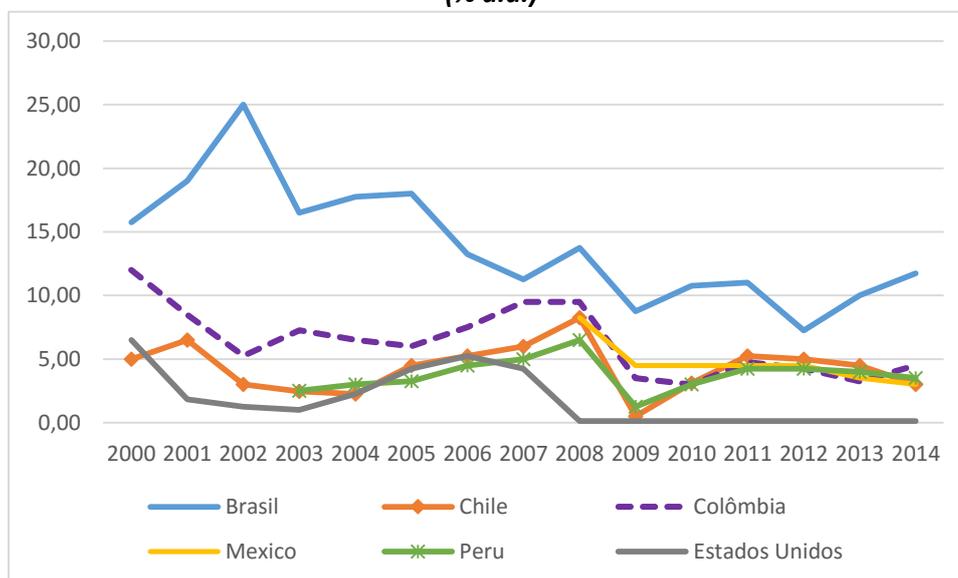
Com efeito, a consolidação do paradigma neoliberal deu origem a uma nova institucionalidade da política macroeconômica nos países latino-americanos. A partir da segunda metade da década de 1990, os principais países da região adotaram regras fiscais (como metas de superávit primário), impuseram limites à expansão dos gastos públicos e endividamento das instâncias subnacionais (províncias, estados, municípios etc.) e leis de responsabilidade fiscal (FMI, 2014a). Como arcabouço de gestão monetária, o regime de metas para inflação foi adotado por Brasil (1999), Chile (1999), Colômbia (1999), México (2001), Peru (2002) e Guatemala (2005)⁸. Os regimes cambiais adotados pelos grandes países da região, em seu turno, passaram a privilegiar a flutuação das taxas de câmbio (Frenkel e Rapetti, 2010: 22-6).

Esta mudança institucional teve como consequência a obtenção de taxas de inflação mais moderadas e a redução dos desequilíbrios fiscais. Entretanto, ao preço do baixo crescimento das economias, com importantes efeitos na ampliação das desigualdades domésticas e regionais. Como apontam Bértola e Ocampo (2015: Capítulo 1), a década de 1990 reinaugurou um período de divergência da renda *per capita* das economias latino-americanas, rompendo uma longa tendência de convergência, iniciada na década de 1910.

O comportamento das taxas de juros na região foi heterogêneo, conforme pode ser observado nos Gráficos 1 e 2. Os dados foram obtidos nas Estatísticas Financeira Internacionais, fornecidas pelo FMI e não contemplam todos os países de nossa amostra. No grupo de países grandes e médios, a trajetória brasileira destoa das demais: a taxa básica de juros parte de um patamar significativamente alto entre 2000 e 2002 e depois ingressa numa trajetória de queda sustentada, ainda que mantenha valores significativamente mais elevados que as de seus pares. Esta trajetória de queda não é verificada nos outros países senão após a eclosão da crise financeira internacional de 2008-9. É também interessante notar a convergência dos valores das taxas básicas de juros nos demais países para o patamar de 4% a.a., especialmente, a partir de 2011.

⁸ Ver Hammond (2012). Atualmente, a Argentina discute a possibilidade de também adotar o regime de metas para inflação (Folha de São Paulo, 2015).

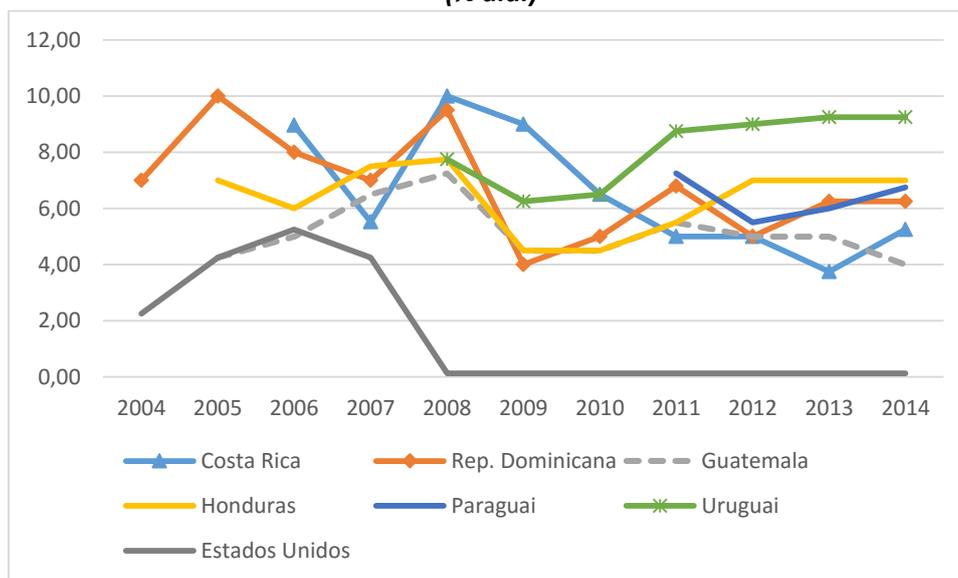
Gráfico 1: Taxas de Juros – Países Grandes e Médios vs. Estados Unidos – 2000-2014
(% a.a.)



Fonte: FMI, Estatísticas Financeira Internacionais. Taxas básicas de juros, final de período.

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

Gráfico 2: Taxas de Juros – Países Pequenos vs. Estados Unidos – 2004-2014
(% a.a.)



Fonte: FMI, Estatísticas Financeira Internacionais. Taxas básicas de juros, final de período. Os dados de 2000 a 2004 não estão disponíveis para os países pequenos latino-americanos.

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

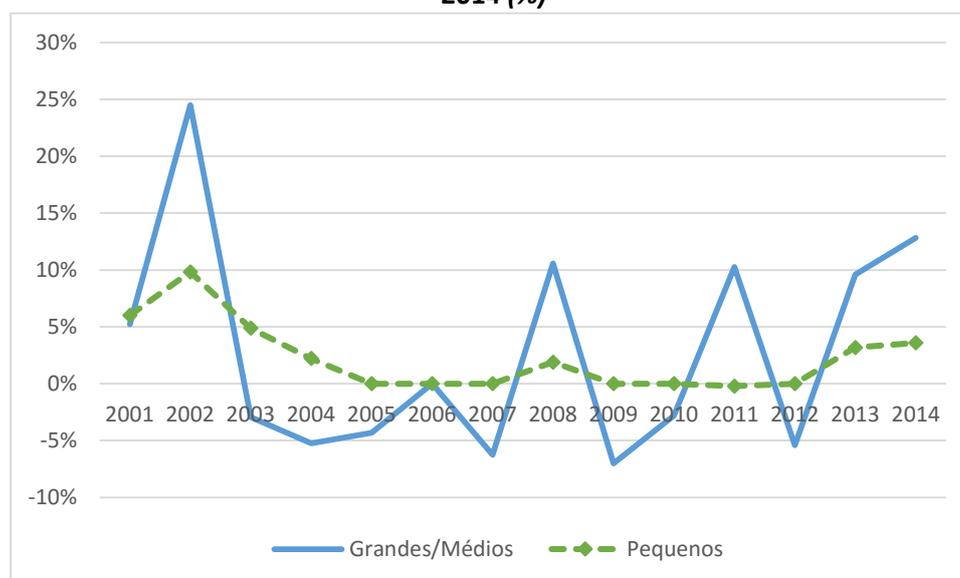
Este quadro dos diferenciais de juros configura uma situação particular na região. Em nível internacional, podemos afirmar que, em geral, a América Latina fornece incentivos para o direcionamento dos capitais financeiros dos países desenvolvidos, haja vista o maior retorno oferecido em termos de juros. Em nível intrarregional, contudo, o estímulo aos fluxos originado no diferencial de juros entre países grandes/médios e pequenos não é suficiente para estimular os fluxos destinados aos países pequenos, pois o Brasil “compete” com eles como destino dos capitais.

Esta análise, entretanto, fica incompleta se não considerarmos o comportamento das taxas de câmbio. O Gráfico 3 plota a mediana da variação das taxas de câmbio para os grupos

de países grandes/médios e de países pequenos da América Latina. A base contempla todos os países, exceto Equador e Panamá que são dolarizados. Valores negativos indicam a apreciação das moedas locais perante o dólar americano, ao passo que valores positivos indicam a depreciação das taxas de câmbio. A escolha da mediana como indicador estatístico, ao invés da média, se deve às situações particulares de alguns países ao longo do período, como, por exemplo, a Argentina, que entre 2001 e 2002 manteve a paridade entre o peso e o dólar americano, porém em 2003 testemunhou uma depreciação abrupta, de mais de 200%, na taxa de câmbio nominal.

Ainda que a volatilidade cambial possa ser interpretada como um fator desestimulante aos fluxos de capitais, o período relativamente longo de apreciação cambial antes da crise internacional gerou incentivos para a destinação de recursos em favor dos grandes mercados latino-americanos. Veremos abaixo que a entrada de capitais internacionais no período foi, de fato, massiva. A presença de recursos de estrangeiros na América Latina acentuou os movimentos posteriores do câmbio, como ilustrado pela volatilidade do período 2008-14. Alguns países, o Brasil dentre eles, resgataram medidas de controle de capitais, como forma de atenuar esta volatilidade nos anos recentes.

Gráfico 3: Mediana da Variação Anual das Taxas de Câmbio* por Grupos de Países – 2001-2014 (%)



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do FMI (Estatísticas Financeira Internacionais). *Taxas de câmbio calculadas a partir da razão entre taxas da moeda local em relação aos direitos especiais de depósito do FMI (SDR) e a taxa de câmbio entre o dólar americano e os SDRs.

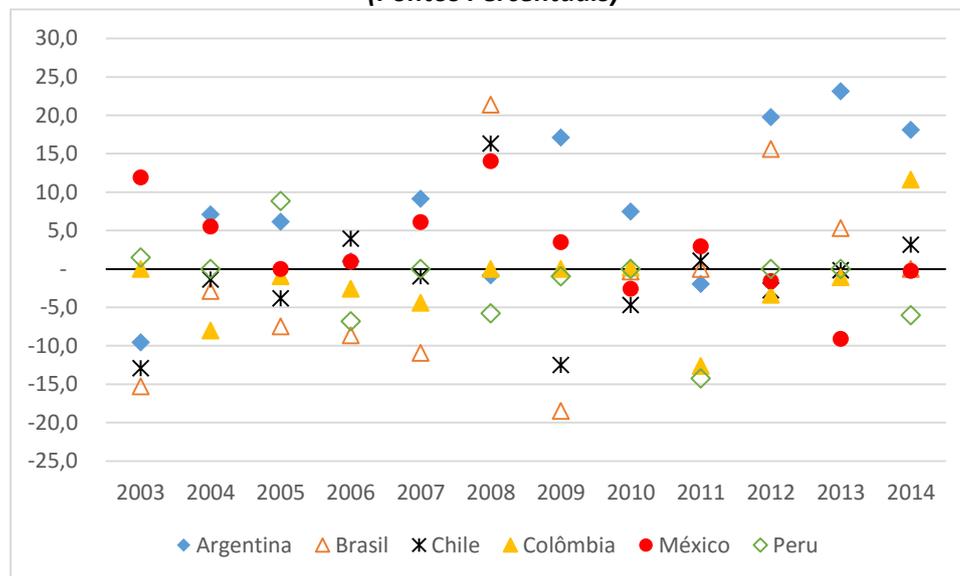
No caso dos países pequenos, em contraste, podemos observar maior estabilidade. Há certa depreciação no início da década de 2000, seguida por um período de grande estabilidade, que dura até 2012. De 2013 em diante, a trajetória de depreciação é retomada. Este comportamento da taxa de câmbio nos países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

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

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

A Colômbia apresenta o comportamento menos discrepante em relação à mediana (à exceção de 2011), seguida pelo Peru (que também tem como exceção 2011). A partir de 2010, o Chile também apresentou comportamento mais aderente à mediana. O México, por sua vez, destoou significativamente dos demais países durante o movimento de apreciação pré-crise. Com efeito, durante esta época, o peso mexicano se depreciou em relação ao dólar americano. Desde a crise, contudo, o México apresenta comportamento menos idiossincrático. Por fim, a Argentina também seguiu uma trajetória destoante, vendo o peso argentino se depreciar durante a maior parte do período analisado aqui. Em particular, no período entre 2012 e 2014, a Argentina liderou o processo de depreciação cambial ocorrido na região.

Gráfico 4: Diferencial entre a Variação Anual das Taxas de Câmbio e a Mediana das Variações do Grupo de Países Grandes e Médios – 2003-2014 (Pontos Percentuais)



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do FMI (Estatísticas Financeira Internacionais).

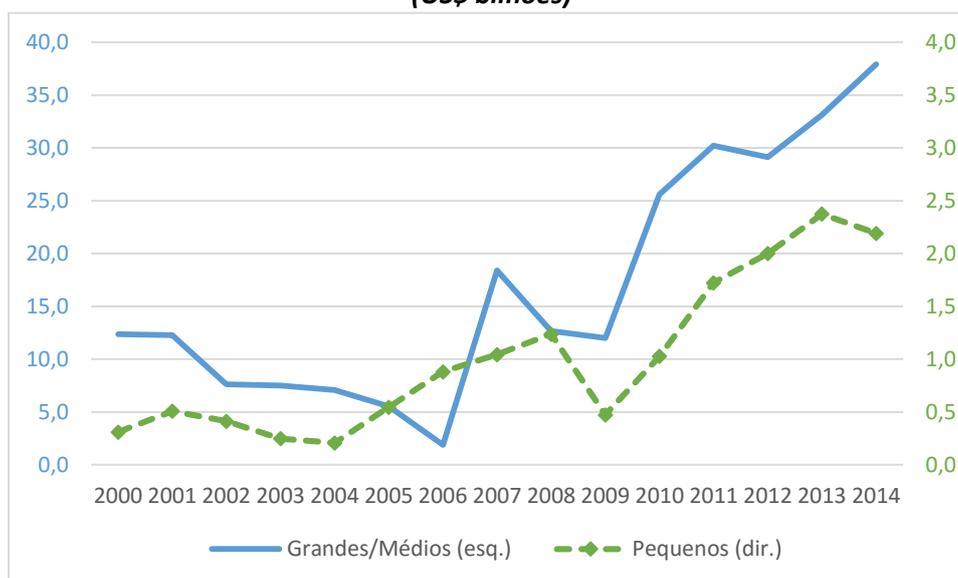
Neste contexto, configurou-se um cenário onde o Brasil vivenciou o principal processo de apreciação de sua moeda, tornando-se o destino mais atrativo para os capitais financeiros, contrastando com a situação argentina e mexicana, onde a depreciação foi a regra – a Venezuela, que nos privamos de analisar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

A evolução dos fluxos de capitais já foi analisada por outros autores, como Torre et al. (2012) e Didier et al. (2015), que indicaram uma expansão dos negócios transfronteiriços por esta via. Ratificando os resultados mencionados, o Gráfico 5 mostra o comportamento médio dos investimentos direto e em carteira (portfólio), em termos líquidos, conforme os grupos de análise. Observa-se fluxos positivos em todo o período e uma tendência ascendente, inaugurada em 2004 para os países pequenos e em 2006 para os países grandes/médios, que persistiu a despeito da crise financeira internacional. A diferença de escala destes fluxos entre os dois grupos, da ordem de 10 vezes, é notável, porém esperada.

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

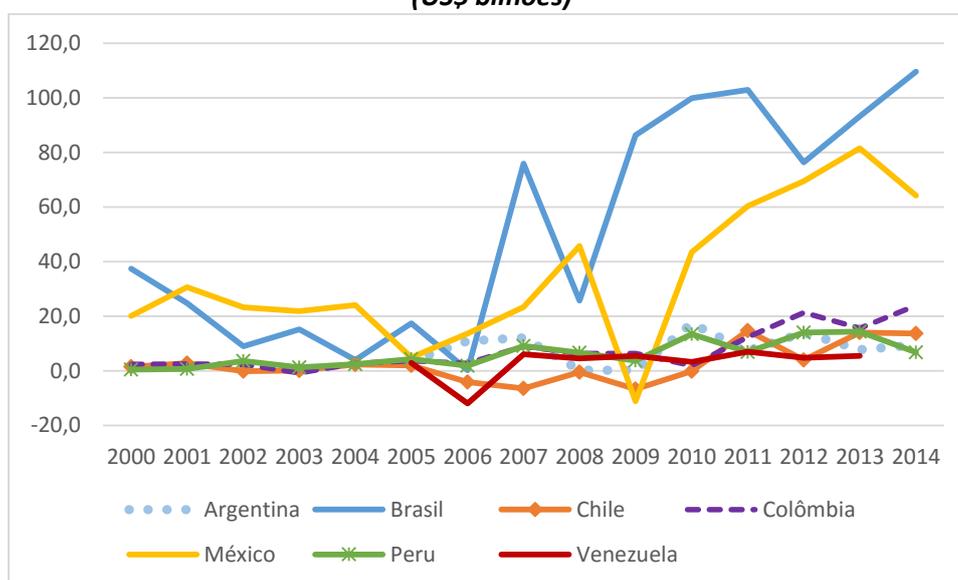
No grupo de países grandes, Brasil e México lideraram, com larga folga, o destino dos investimentos financeiros, como ilustra o Gráfico 6. As assimetrias macroeconômicas descritas anteriormente ajudam a explicar este comportamento diferenciado, assim como a escala das economias destes países, os maiores da região. No caso brasileiro, a principal via de entrada foram os investimentos estrangeiros diretos (que, em 2014, totalizaram US\$ 71 bilhões, contra US\$ 39 bilhões de investimentos em carteira), ao passo que no México os investimentos em carteira tiveram maior importância (em 2014, foram US\$ 17 bilhões em investimentos diretos contra US\$ 47 bilhões de investimentos em portfólio). O comportamento do Chile destoou dos demais países até 2010, período no qual foi exportador líquido de investimentos financeiros, ao invés de receptor. Já a Venezuela, a despeito de seu tamanho, não concentrou investimentos maciços, podendo, inclusive, ser comparada com as economias pequenas da região.

**Gráfico 5: Investimento Direto e em Carteira Líquidos – Média por Grupo – 2000-2014
(US\$ bilhões)**



Fonte: FMI, Estatísticas Financeira Internacionais.

**Gráfico 6: Investimento Direto e em Carteira Líquidos – Países Selecionados – 2000-2014
(US\$ bilhões)**



Fonte: FMI, Estatísticas Financeira Internacionais.

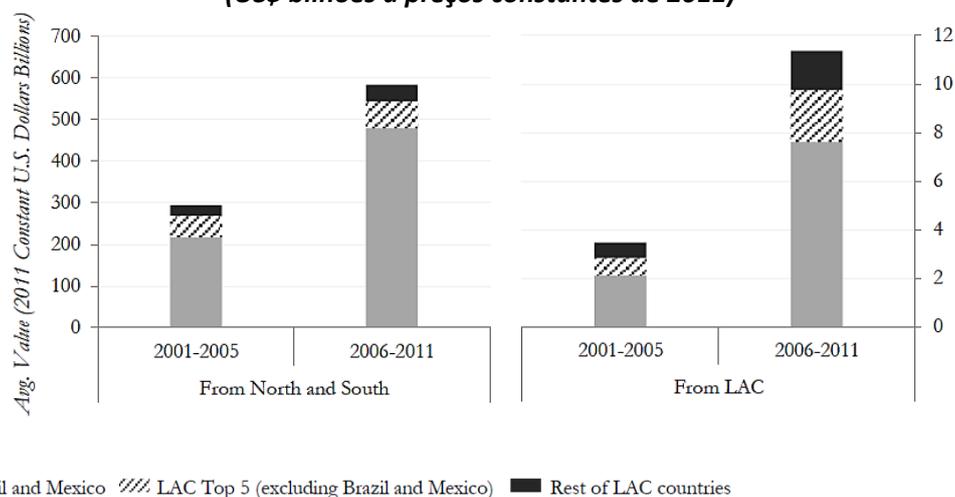
De modo geral, as transações financeiras com contrapartes estrangeiras aumentaram significativamente na região, indicando uma maior integração financeira. Até o momento, contudo, não discriminamos as transações realizadas com outras regiões e aquelas intrarregionais, indicativas do estreitamento dos laços financeiros na região. A base de

dados sobre estes fluxos é fornecida por Didier et al. (2015). A análise dos dados permite concluir que, ao longo da década de 2000, os fluxos financeiros *entre* os países da América Latina cresceram substancialmente, refletindo uma maior conectividade entre os sistemas financeiros da região:

“Portfolio holdings averaged \$3.5 billion during 2001-2005, while for 2006-2011 they reached \$11.4 billion (growing 227%). Between 2001-2005 and 2006-2011, the average annual volume of syndicated loans within LAC countries rose from \$0.6 billion to \$1.6 billion (increasing 190%), and M&A [merger and acquisitions] flows soared from \$3.6 billion to \$6.1 billion (growing 67%). In contrast, greenfield investment – the level of which was already high in the first half of the 2000s (compared with syndicated loans and M&A) – remained stagnant” (Didier et. al, 2015: 8).

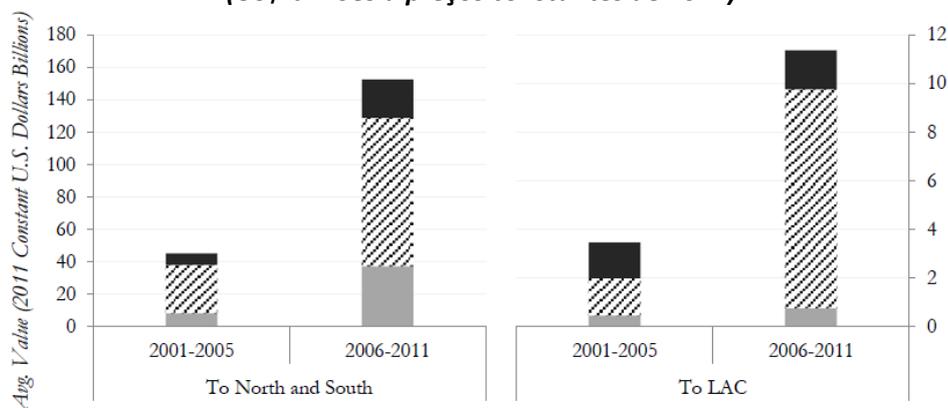
A análise “geográfica” dos fluxos ratifica as assimetrias já apontadas antes: no caso dos investimentos em portfólio, principal rubrica em termos de volume, Brasil e México foram os principais destinos dos fluxos intrarregionais (Gráfico 7), que, por sua vez, tiveram como principal origem o grupo denominado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

Gráfico 7: Investimentos financeiros transfronteiriços com destino aos LAC – 2001-2011
(US\$ bilhões a preços constantes de 2011)



Fonte: Didier et al. (2015: 44, Figure 10).

Gráfico 8: Investimentos financeiros transfronteiriços com origem nos LAC – 2001-2011
(US\$ bilhões a preços constantes de 2011)



■ Brasil and Mexico ▨ LAC Top 5 (excluding Brazil and Mexico) ■ Rest of LAC countries

Fonte: Didier et al. (2015: 44, Figure 10).

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

3.2 Orientação dos mercados financeiro e de capitais

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

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

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

Com base nos dados apresentados por Domanski (2005: 72) para a média dos países grandes e médios da América Latina, os ativos bancários controlados por grupos estrangeiros em relação ao total do sistema bancário nacional saltaram de 7,0% para 46,5%, entre 1990 e 2004. Entretanto, de modo geral, esta trajetória parece ter perdido

força ao final dos anos 1990, em função das crises do final do século. Como podemos observar na Tabela 1, os bancos estrangeiros perderam peso ao longo da década de 2000 nos sistemas financeiros de Brasil, Chile, Colômbia e Peru. Na Argentina, há um movimento de queda mais acentuada até 2007 e, posteriormente, na média de 2008-12, os bancos estrangeiros voltam a ganhar peso. O México é o único que apresenta uma clara tendência à ampliação do peso dos bancos estrangeiros no período e se configura como o sistema financeiro mais “dependente” destas instituições. No caso dos países menores, cabe notar que, no período mais recente, o peso dos bancos estrangeiros se ampliou na Guatemala, Honduras e Nicarágua, se mantendo estável em El Salvador.

Tabela 1: Participação dos Bancos Estrangeiros – 2000-2012
(% Ativo Bancário Total)

	2000*	2007*	2008-12**		2000*	2007*	2008-12**
Países Grandes e Médios							
Argentina	37,4%	19,2%	31%	México	59,3%	85,4%	71%
Brasil	19,5%	16,8%	17%	Peru	55,1%	50,6%	50%
Chile	43,6%	40,3%	36%	Venezuela	4,3%	1,8%	n.d.
Colômbia	28,5%	21,8%	21%				
Países Pequenos							
Bolívia	55,1%	37,7%	n.d.	Nicarágua	16,1%	20,5%	57%
Costa Rica	18,0%	20,5%	n.d.	Panamá	n.d.	n.d.	n.d.
Equador	6,8%	4,5%	n.d.	Paraguai	77,1%	58,9%	n.d.
El Salvador	56,8%	93,1%	93%	Rep. Dominicana	13,3%	9,9%	n.d.
Guatemala	8,1%	9,9%	17%	Uruguai	30,4%	43,7%	n.d.
Honduras	36,6%	36,1%	44%				

Fonte: Bankscope. Dados originalmente obtidos em (*) Galindo et al. (2010) e (**) Comitê sobre o Sistema Financeiro Global (CGFS) (2014).

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

A literatura aponta que estas diferentes orientações foram relevantes para determinar os padrões de contágio durante a crise de 2008-9. Galindo et al. (2010) destacaram que os

bancos estrangeiros funcionam como amplificadores de choques internacionais nos mercados latino-americanos. O que se verificou foi que, a despeito da crise financeira internacional, na maioria dos países da região, o crédito se desacelerou, mas manteve uma trajetória de expansão (Cárdenas, 2009). A exceção, segundo este autor, foi o México: “Mexico is facing the greatest contagion, possibly due to the larger exposure to international banks which represent 80% of banks’ assets. This explains why there is a 30 percent real decline in consumer credit in that country”. Assim, a orientação “para dentro” da maioria dos mercados foi importante fator mitigador dos choques externos de 2008-9⁹.

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

Alguns trabalhos e notícias sobre os mercados nacionais, entretanto, tratam da questão. No caso brasileiro, para o mercado acionário, Hermann e Montani Martins (2012: 103) estimam que, em média, no período entre 2004 e 2011, os investidores estrangeiros foram responsáveis por 54,7% da demanda por novas ofertas de ações – o segundo grupo mais relevante, os fundos de investimento, responderam por 20,0% desta demanda. Já no volume de negócios, apontam que, ao longo da década, os investidores foram os que, em

⁹ Adicionalmente, Kamil e Rai (2010) discutem o padrão de atuação dos bancos estrangeiros na América Latina e apontam que a operação através de subsidiárias locais, que se financiam através de depósitos nas moedas locais e emprestam nas moedas locais, foi uma característica que mitigou o impacto negativo do encolhimento global do crédito que se seguiu à crise financeira de 2008-9.

média, possuíram maior peso: entre 2001 e 2003, respondiam por cerca de um quarto do volume negociado, passando para cerca de um terço no biênio 2010-11¹⁰.

No caso mexicano, os dados fornecidos pelo Banco do México permitem apurar que, entre 2009 e 2014, em média, 33,6% do estoque de ações de companhias mexicanas era detido por investidores não residentes¹¹. No caso chileno, a OECD (2011) indica que a participação de investidores estrangeiros no mercado acionário cresceu ao longo da década, a partir de um patamar muito baixo, mas alcançou somente cerca de 20% do volume negociado. Já no caso colombiano, em 2014, os investidores estrangeiros foram os maiores participantes do mercado, totalizando 25,6% do volume negociado (Dinero, 2015), e, entre 2011 e 2013, o percentual do estoque de ações detido por estrangeiros subiu de 8% para 20%¹².

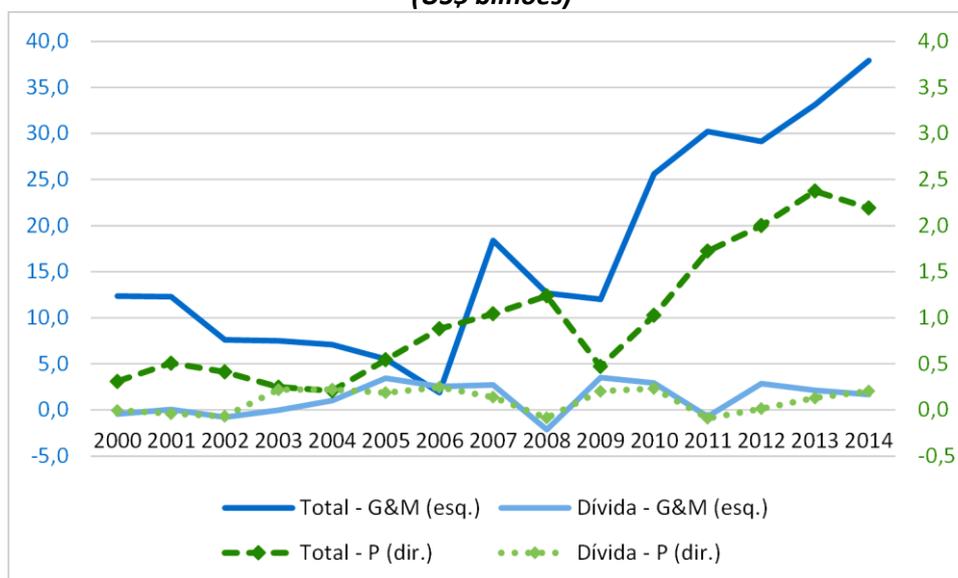
No caso dos mercados de dívida, os modestos fluxos de capitais estrangeiros fizeram com que o padrão do mercado acionário não se reproduzisse. Como podemos observar no Gráfico 9, uma parcela pequena dos fluxos líquidos de recursos para a região são explicados por investimentos em instrumentos de dívida.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

¹⁰ A distribuição entre os grupos no caso do mercado secundário é mais equânime: no biênio 2010-11, pessoas físicas respondiam por cerca de um quarto do volume, ao passo que os investidores institucionais representavam cerca de um terço do volume negociado (Hermann e Montani Martins, 2012: 107).

¹¹ Dados calculados a partir da razão entre o volume de ações detido por investidores não residentes, fornecido pelo Banco do México, e a capitalização total de mercado, dada pelo Banco Mundial, em dezembro de cada ano.

¹² Disponível em: <http://www.oxfordbusinessgroup.com/overview/increasing-participation-foreign-investors-demonstrates-growing-attraction-abroad>.

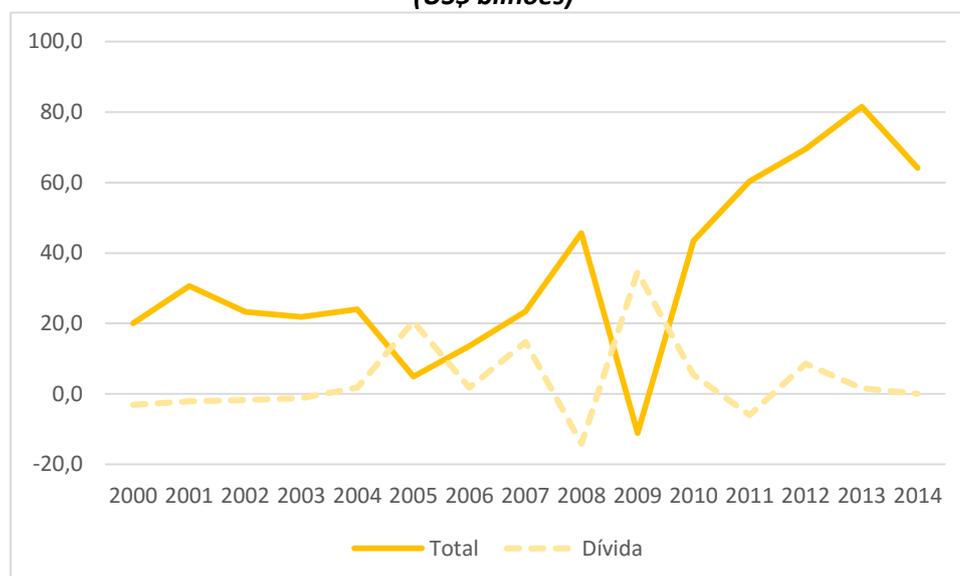
Gráfico 9: Investimento Direto e em Carteira Líquidos vs. Investimentos em Portfólio em Dívida – Média por Grupo – 2000-2014
(US\$ bilhões)



Fonte: FMI, Estatísticas Financeira Internacionais.

No caso chileno, a OECD (2011: 26) aponta que: “Pension funds and insurance companies account for more than threequarters of market demand, and there is little participation from foreign investors in the Chilean fixed-income market”. Já o caso mexicano revela uma imagem distinta, configurando uma exceção ao padrão traçado no Gráfico 9. O Gráfico 10 mostra que volumes mais significativos de recursos foram movimentados por estrangeiros nos mercados de dívida mexicanos, especialmente até 2009, ao passo que o Gráfico 11 ilustra o elevado peso dos investidores estrangeiros no mercado de dívida pública mexicano. Dos países grandes para os quais há dados disponíveis, apenas o Peru apresenta padrão similar ao mexicano, entretanto, desde 2013 se observa uma queda na participação dos investidores estrangeiros.

Gráfico 10: Investimento Direto e em Carteira Líquidos vs. Investimentos em Portfólio em Dívida – México – 2000-2014
(US\$ bilhões)



Fonte: FMI, Estatísticas Financeira Internacionais.

Gráfico 11: Participação dos detentores estrangeiros no total de dívida denominada em moeda local – 2007-2015
(%)



Fonte: BAML, *apud* Financial Times (2015).

Sintetizando as evidências analisadas na seção, a primeira constatação a ser feita é que a orientação dos mercados varia entre países e entre diferentes segmentos de mercados nos espaços nacionais. O processo de liberalização financeira trouxe, certamente, maior presença de investidores estrangeiros, porém este movimento não foi suficiente para

determinar uma orientação “para fora” em todos os mercados e países, segundo as fontes de dados disponíveis.

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

3.3 Desenvolvimento financeiro

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

Buscando relativizar este resultado, alguns autores, como Jimenez e Manuelito (2011) e Didier e Schmukler (2014), argumentam que, a despeito do avanço da década de 2000, o sistema financeiro da região ainda pode ser caracterizado como subdesenvolvido. Todavia, é inegável o fato de que o volume de valores mobiliários emitidos e transacionados, os ativos bancários e os níveis de capitalização dos mercados acionários cresceram significativamente ao longo da década de 2000. Por mais que a região tenha ficado para trás em comparação com o resto do mundo, caso tal processo expansivo não tivesse se verificado, a posição latino-americana seria ainda mais atrasada. Além disso,

como sublinham Bértola e Ocampo (2015: 293), há grandes diferenças no desenvolvimento financeiro dos países da região.

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

Esta cisão em termos de tamanho pode ser ilustrada pela comparação da capitalização dos mercados de ações dos países do primeiro grupo, notadamente, os países pequenos, com o total da América Latina. A Tabela 2 mostra a evolução do volume de capitalização por país, conforme os dados disponibilizados pela Federación Iberoamericana de Bolsas (Fiab), e no agregado do subgrupo.

O indicador cresce substancialmente em todos os países, à exceção da Costa Rica, considerando as médias dos períodos 2000-09 e 2010-14. No agregado, a capitalização mais que dobra, saindo de US\$ 16,9 bilhões para US\$ 35,1 bilhões. Na comparação com o PIB de cada país, os indicadores de El Salvador e Panamá se destacam, atingindo, respectivamente, 39,5% e 31,3% do PIB na média de 2010-14. Contudo, quando comparamos estes mercados ao total da América Latina, que inclui o grupo de países grandes/médios, a capitalização de mercado representa somente cerca de 1% do total.

Tabela 2: Capitalização do Mercado de Ações – Médias por período – 2000-2014
(ver colunas)

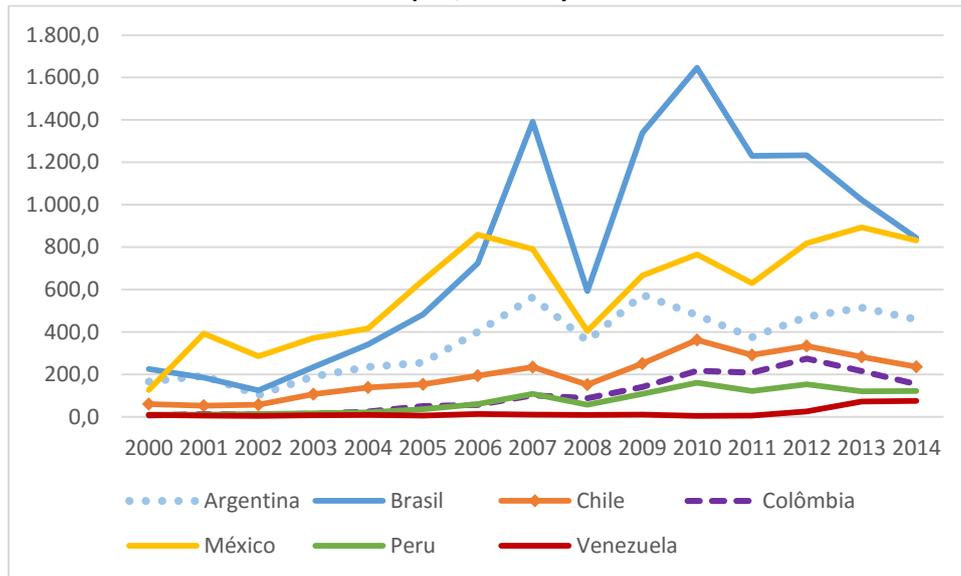
	US\$ Milhões		% PIB		% Am. Latina	
	2000-09	2010-14	2000-09	2010-14	2000-09	2010-14
Bolívia	2.013,9	4.390,4	18,8	16,5	0,2	0,1
Costa Rica	2.286,5	2.025,6	11,5	4,5	0,2	0,1
Equador	2.948,2	6.214,6	7,0	7,2	0,2	0,2
El Salvador	4.130,4	9.397,4	23,5	39,5	0,3	0,3
Panamá	5.350,6	11.846,4	31,1	31,3	0,4	0,4
Paraguai	-	1.071,2	-	3,9	-	0,0
Uruguai	183,7	346,6	0,9	0,6	0,0	0,0
Total	16.876,5	35.078,1	13,2	11,9	1,2	1,1

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

As estatísticas de capitalização para os países grandes e médios revelam uma expansão do desenvolvimento do mercado acionário em volumes expressivos. Esta pode ser verificada no Gráfico 12. Em termos de tamanho, Brasil e México tomam a dianteira da região, concentrando os maiores volumes capitalizados. Ainda, cabe notar que o volume capitalizado no mercado brasileiro cai substancialmente entre 2010 e 2014, devido a fatores idiossincráticos¹³, mas ainda assim mantém o primeiro lugar.

¹³ Contribuíram para este processo fatores macroeconômicos, em especial, a desaceleração do crescimento brasileiro no período, a queda nos preços globais das *commodities* e elementos ligados ao avanço da operação Lava-Jato, que impactou severamente a Petrobrás, até então maior empresa brasileira em termos de capitalização.

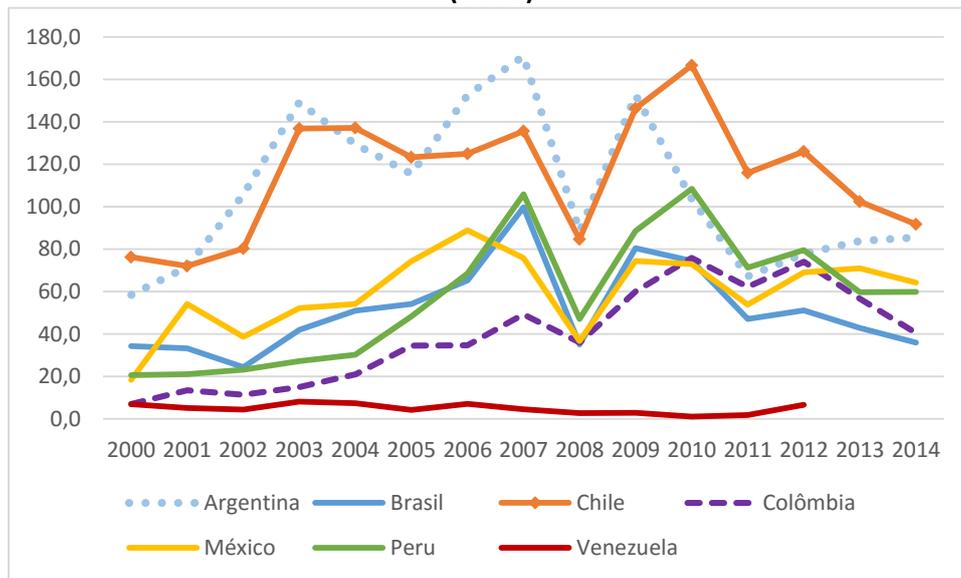
**Gráfico 12: Capitalização do Mercado de Ações – 2000-2014
(US\$ Bilhões)**



Fonte: Fiab.

Outra imagem, contudo, surge ao analisar o indicador usualmente utilizado para avaliar a profundidade dos mercados de ações, qual seja, a razão entre a capitalização do mercado e o PIB em cada país. Neste caso, não há nem mesmo uma tendência clara de expansão para os vários países (Gráfico 13). O Chile lidera segundo esta métrica e podemos verificar um processo de convergência, ainda que imperfeita, para o ponto médio de 70% do PIB, em 2014. O problema desta medida, contudo, reside no fato de que a capitalização bursátil mede um dado de estoque, ao passo que o PIB consiste em um dado de fluxo, gerando, assim, uma inconsistência entre o numerador e denominador – o correto seria medir a proporção das empresas capitalizadas em bolsa em relação ao valor total agregado das empresas brasileiras ou, alternativamente, em relação a alguma medida de riqueza.

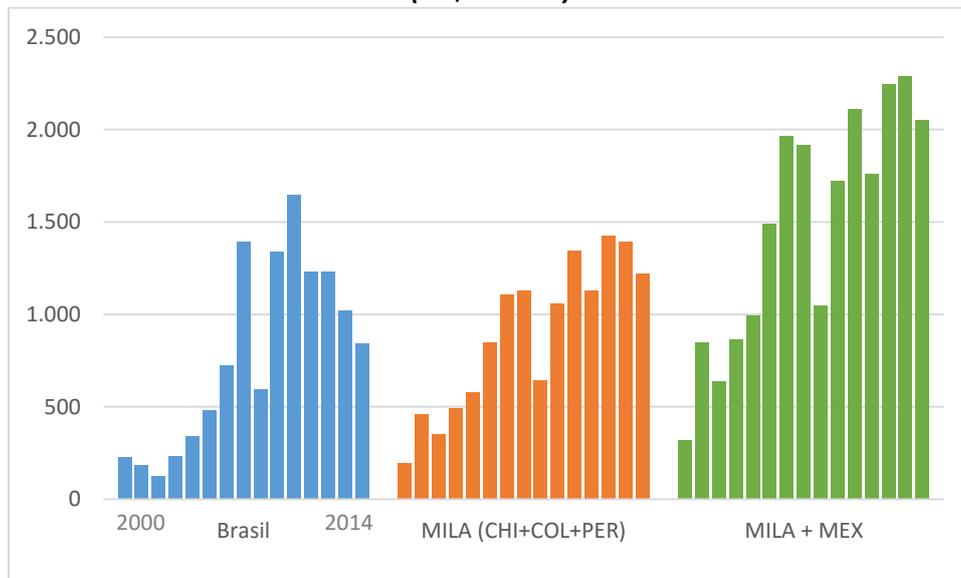
**Gráfico 13: Capitalização do Mercado de Ações – 2000-2014
(% PIB)**



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

Do ponto de vista da integração financeira regional, a iniciativa de criar um Mercado Integrado Latinoamericano (Mila), capitaneada pelas bolsas de valores chilena, colombiana e peruana, ganhou destaque a partir de 2011. A integração destes três mercados seria capaz de “rivalizar” com os mercados brasileiro e mexicano em termos de tamanho e poderia constituir uma importante porta de entrada para capitais estrangeiros na região (Gráfico 14).

**Gráfico 14: Capitalização do Mercado de Ações – 2000-2014
(US\$ Bilhões)**

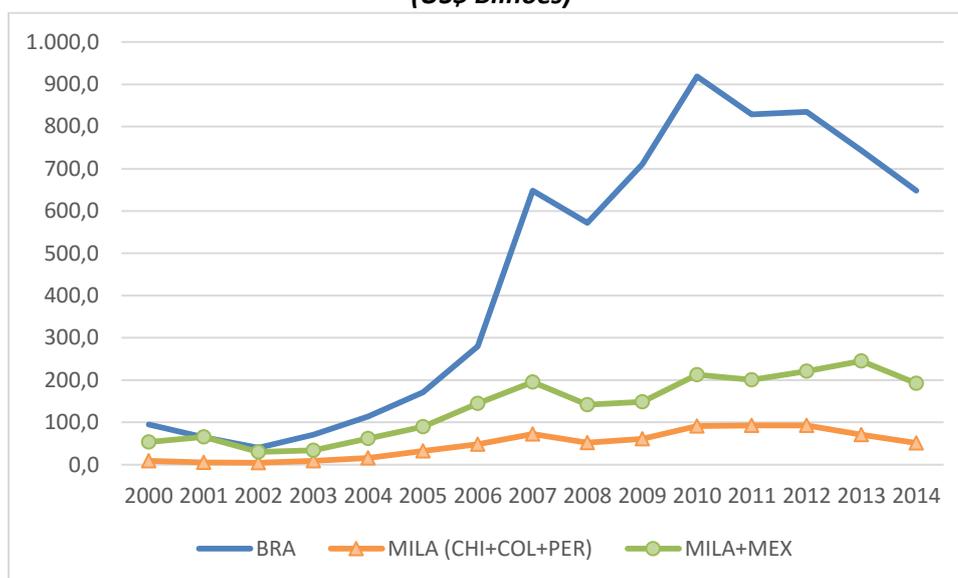


Fonte: Fiab.

Quando foi lançado, o mecanismo criado buscava facilitar a negociação, através da dupla listagem, e fornecer um mecanismo de roteamento de ordens para compra e venda de ações dos três países integrantes através das corretoras locais. O projeto, contudo, não logrou obter os resultados esperados. Além dos baixos volumes negociados e dos riscos de liquidação envolvidos, como apontam Bolaños et al. (2015: 9): “the impacts in terms of profitability, risk and correlation have been marginal and the impact on the volume has been negative”. Em 2014, a adesão do México ao Mila deu novo fôlego à iniciativa, com a posterior incorporação do tema à agenda governamental da Aliança do Pacífico.

A questão central em torno do Mila diz respeito à capacidade de competição dos quatro mercados com o brasileiro refletida na atração de recursos, investidores e emissores. De fato, o tamanho agregado dos mercados chileno, colombiano, mexicano e peruano é capaz de rivalizar com o tamanho do mercado brasileiro. Porém, quando observamos os dados de volume negociado, a discrepância entre os quatro mercados integrados e o Brasil é enorme: o volume negociado no mercado brasileiro é superior a três vezes o volume negociado nos mercados do Mila *agregados* (Gráfico 15). Desde 2003, a liquidez do mercado brasileiro cresceu significativamente, como resultado dos massivos fluxos de capitais, e, desde 2007, a bolsa brasileira concentra mais de $\frac{3}{4}$ dos negócios com ações realizados na América Latina.

**Gráfico 15: Volume Negociado no Mercado de Ações – 2000-2014
(US\$ Bilhões)**



Fonte: Banco Mundial.

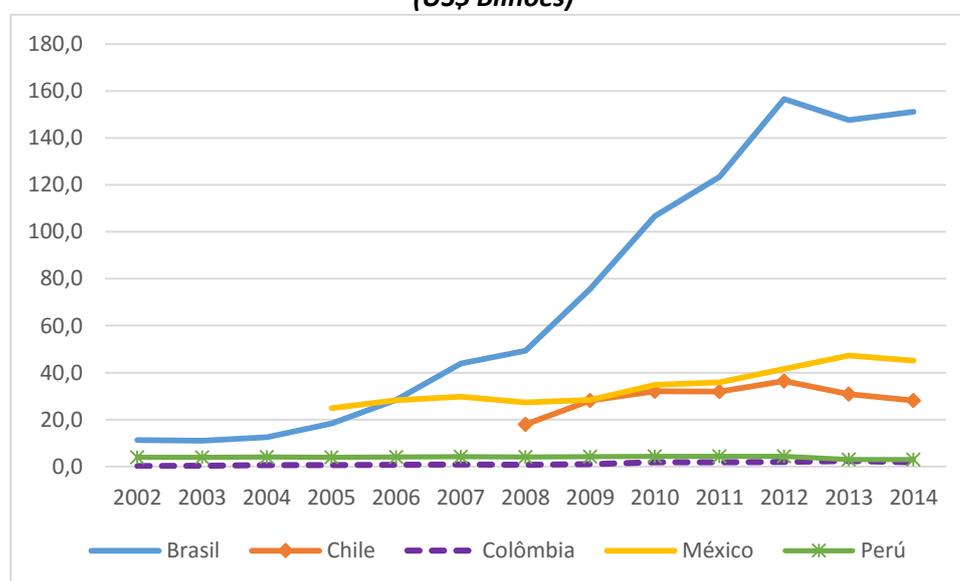
Se considerarmos que a liquidez é um dos fatores mais importantes no desenvolvimento de um mercado de capitais, podemos caracterizar o mercado acionário brasileiro como o mais desenvolvido da região, ainda que sua configuração traga consigo um importante viés especulativo. No que tange à integração financeira regional, esta característica do mercado brasileiro impõe um importante limite à agenda integracionista andina, em especial, ao futuro do Mila: é difícil conceber um processo bem-sucedido de integração dos mercados acionários da região prescindindo (da liquidez) do mercado brasileiro, ao menos nos curto e médio prazos¹⁴.

Passando aos mercados de dívida corporativa latino-americanos, podemos registrar o avanço do segmento ao longo da década de 2000, no entanto, significativamente mais tímido do que o caso do mercado acionário. Como vimos na seção anterior, os fluxos de capitais estrangeiros para a região se concentraram principalmente no mercado de ações, cabendo ao mercado de dívida uma parcela pouco significativa. Quanto à dívida corporativa doméstica, o Brasil liderou com larga folga a expansão da região, tendo o

¹⁴ Há também outros aspectos relacionados à infraestrutura de mercado que impõe restrições à expansão do Mila como projeto. Em especial, o mecanismo de roteamento de ordens desenhado traz importantes riscos de liquidação das operações. Além disso, não parece apresentar uma economia de custos relevante para os participantes de mercado.

estoque de dívida multiplicado mais que 13 vezes entre 2000 e 2014 (Gráfico 16). Já o México liderou a expansão de dívida corporativa emitida nos mercados internacionais, saindo de um estoque de US\$ 20,5 bilhões em 2000 para US\$ 116,9 bilhões em 2014, ou seja, 5,7 vezes maior (Gráfico 17). Muito embora as emissões externas não digam respeito ao desenvolvimento dos mercados locais, são importantes fontes de recursos para as companhias. Portanto, constituem uma relevante conexão com mercados estrangeiros para a provisão de financiamento em nível local.

**Gráfico 16: Estoque de Dívida Corporativa – Doméstica – 2002-2014
(US\$ Bilhões)**



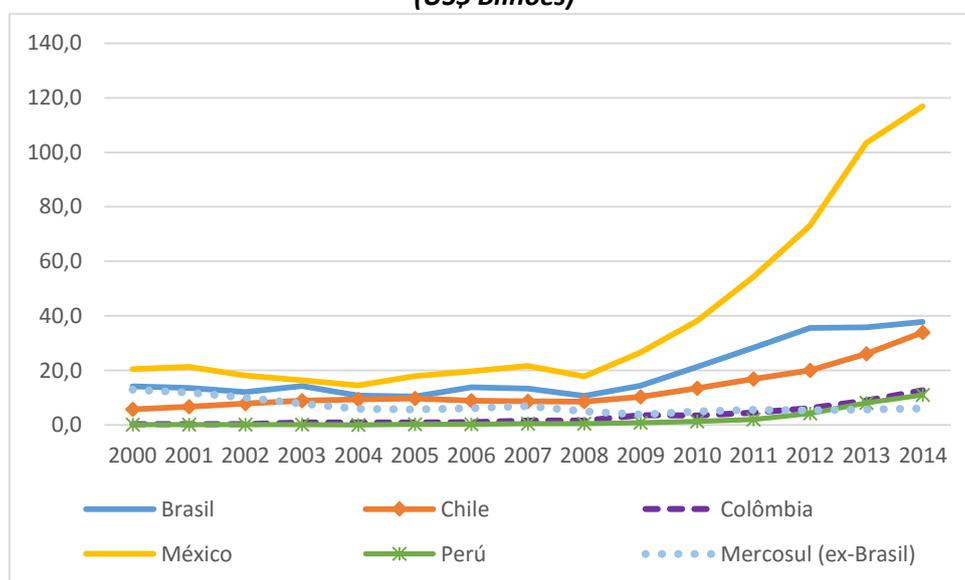
Fonte: Banco de Compensações Internacionais (BIS).

Como vimos anteriormente, os mercados de dívida corporativa, em geral, apresentam uma orientação doméstica, caracterizada por fatores idiossincráticos. Muitos destes mercados têm como característica as operações de balcão, bilaterais, sem maior centralização e transparência, como aquelas cursadas em bolsa (daí a falta de dados para os países menores¹⁵). O próprio mercado brasileiro de dívida corporativa, que se revela

¹⁵ A Fiab, em seus anuários estatísticos, fornece alguns dados sobre os mercados de instrumentos de renda fixa listados em bolsas de valores. Em 2014, os seguintes valores de mercado dos títulos de renda fixa privada listados foram verificados: US\$ 2,0 bilhões, na Bolívia; US\$ 6,1 bilhões, no Equador; US\$ 7,2 bilhões, no Panamá; US\$ 0,3 bilhões, no Paraguai; US\$ 0,9, na República Dominicana; e US\$ 0,4 bilhões no Uruguai. A soma destes países para 2014 totalizou US\$ 17,0 bilhões nestes instrumentos. Em termos

grande para os padrões da região, se expandiu num contexto particular: na década de 2000, grande parcela das debêntures foi emitida por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*) controladas por instituições financeiras com a finalidade de explorar oportunidades de arbitragem regulatória na captação de recursos pelos conglomerados financeiros. Portanto, ao invés de financiar diretamente a atividade e os planos de investimento de companhias não financeiras, uma parcela significativa das dívidas corporativas (cerca de 30%) financiou, a custos menores, as instituições financeiras (Torres e Macahyba, 2015: 22).

**Gráfico 17: Estoque de Dívida Corporativa – Internacional – 2000-2014
(US\$ Bilhões)**



Fonte: Banco de Compensações Internacionais (BIS).

Neste sentido, a despeito da evolução dos últimos anos, a orientação predominantemente doméstica dos mercados de dívida na região, limitam a expansão da integração financeira por esta via. O México, contudo, apresenta uma orientação “para fora” de seus mercados de dívida e testemunhamos uma expansão significativa deste segmento entre 2000 e 2014. Uma possível trajetória, neste contexto, é que outros países latino-americanos passem a

comparativos, os instrumentos de renda fixa listados em bolsa no Brasil alcançaram o valor US\$ 38,4 bilhões no mesmo período. Vale lembrar que o mercado brasileiro de renda fixa é concentrado no balcão organizado da Cetip, que, somente em debêntures, atingiu a cifra de US\$ 291,8 bilhões em 2014.

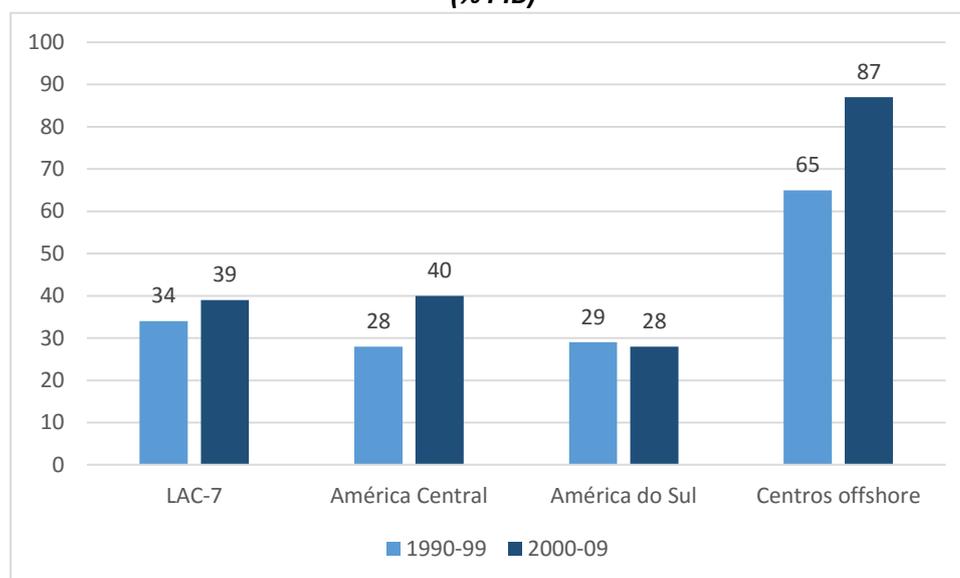
utilizar a plataforma mexicana como via de acesso aos mercados internacionais (isto é, a *expertise* mexicana nesta área). Brasil e Chile não parecem ser candidatos a esta opção, pois já acessam os mercados externos diretamente, em que pese os volumes relativamente menores de dívida emitidos. Mas a possibilidade se abre para Argentina, Colômbia e Peru, além de outros países menores da região.

Como último tópico da análise dos fatores de desenvolvimento de mercado, cabe analisar o mercado bancário latino-americano, que também registrou uma expansão ao longo da década de 2000. O Gráfico 18, retirado de Torre et al. (2012: 37), indica uma expansão dos ativos bancários, como proporção do PIB, na região. A estagnação relativa da média de Bolívia, Equador, Paraguai e Venezuela entre as décadas de 1990 e 2000 contrasta com a expansão mais intensa dos países da América Central. Já as principais economias da região, Brasil e México inclusos, testemunharam, em média, uma expansão modesta de seus ativos.

Em tamanho absoluto, contudo, os bancos brasileiros e mexicanos, reproduzindo a configuração dos demais mercados, lideram o mercado da região. Em 2014, entre os 10 maiores bancos da região, medidos pelo total de ativos, seis eram brasileiros (Banco do Brasil, Itaú, Bradesco, Caixa, Santander e BTG Pactual), dos quais cinco ocupavam as cinco primeiras posições do *ranking*, e quatro mexicanos (BBVA Bacomer, Banamex, Banorte e Santander).

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

Gráfico 18: Total de Ativos dos Bancos por Grupo de Países Selecionados – 1990-2009
(% PIB)



Fonte: Banco Mundial (2012: 37). LAC-7: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Perú e Uruguai. América Central: Belize, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicarágua e República Dominicana. América do Sul: Bolívia, Equador, Paraguai e Venezuela. Centros offshore: Bahamas, Ilhas Cayman e Panamá.

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

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

O período mais recente registra avanços importantes na perspectiva de integração regional a partir do Mila, no caso do mercado de ações, e da expansão dos grandes bancos da

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

3.4 Infraestrutura de mercado

O desenvolvimento da infraestrutura dos mercados financeiro e de capitais é fundamental para assegurar, para além do bom funcionamento dos mercados, a confiabilidade nestes mercados e a estabilidade dos sistemas de pagamento das economias. O gerenciamento de riscos pelas infraestruturas também é chave para a manutenção da estabilidade. Com efeito, podemos imaginar que, em mercados de menor escala, o *default* de um participante de maior peso no mercado numa transação em bolsa pode ser suficiente para contagiar os demais *players* de mercado, levando o sistema todo a uma crise. Neste sentido, é o risco sistêmico que está em jogo quando tratamos das infraestruturas de mercado – e não apenas aquelas dos países menores.

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

Prevalece, em geral, uma situação similar à apresentada na seção anterior: há um grupo de mercados pequenos, pouco desenvolvidos, com infraestrutura incipiente; há outro

grupo de países, maiores, conectados aos centros financeiros globais, nos quais houve significativo avanço na infraestrutura. Esta divergência é justificável, uma vez que é a complexidade dos mercados e os volumes transacionados que justificam maiores preocupações em termos de risco sistêmico. Porém, representa importante barreira para a integração regional, uma vez que as assimetrias engendram riscos e demandam a resolução de problemas, nem sempre de modo fácil.

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

Outro ponto prático importante diz respeito às janelas de liquidação de cada mercado. Nem todos os países latino-americanos estão no mesmo fuso horário: São Paulo está no fuso GMT-3, enquanto Santiago está no GMT -5 e a Cidade do México no GMT -6. As janelas de abertura dos três mercados, portanto, não necessariamente coincidem, ou o fazem por um período muito limitado de tempo. Considerando os sistemas de compensação de ações conhecidos nos países mencionados – a câmara de compensação de ações e dívida corporativa da BM&FBovespa, a Central de Valores de México (CCV) e a Contraparte Central S.A. (CCLV), do Chile –, o intervalo de operação comum das infraestruturas destes países é de menos de 4 horas, de 14h30 às 18h25 (GMT). Por outro lado, se desconsiderarmos o Brasil, as janelas de operação da CCV e da CCLV são praticamente idênticas, operando das 14h30 às 21h (a CCV opera até às 21h30). Logo, operações transfronteiriças realizadas entre os mercados mexicano e chileno possuem maior facilidade de liquidação, ao passo que a realização de operações com o Brasil encontra uma importante limitação operacional.

Um diagnóstico do Banco Mundial (2007), referente ao início da década de 2000, aponta que diversas iniciativas para a modernização das infraestruturas de mercado na região foram levadas a cabo na segunda metade da década de 1990 e que começaram a ser

implementadas nos anos 2000. De forma generalizada, o documento aponta que houve avanços na legislação de infraestrutura de mercado, mas que pontos críticos ainda precisavam ser aprimorados:

“important progress has been made [...] However, many other key legal areas still need to be addressed, including, in particular, the irrevocability of final settlement, adequate protection of the systems against the effects of bankruptcy proceedings, [...] the legal definition and regulation of oversight powers of the central bank [...] improvements to the legal basis for custody arrangements, and the legal definition of immobilization and dematerialization of securities, especially for public securities” (Banco Mundial, 2007: 215-6).

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

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

Tabela 3: Aderência aos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro do CPMI-Iosco

	Princípios				Responsabilidades			
	CPCs	SPs	DCs e SCs	SRs	CCPs	PSs	CSDs & SSSs	TRs
Argentina	3	1	1/3	3	4	4	4	4
Brasil	4	4	4	4	4	4	4	4
Chile	1	2	1	1	4	4	4	1
México	1	3	3	3	4	4	4	3
Alemanha	4	4	4	4	4	4	4	4
Estados Unidos	2/3/4	4	2/3/4	1	4	4	4	4
Reino Unido	4	4	4	4	4	4	4	4

Fonte: CPMI-IOSCO, Implementation monitoring of PFMI: Second Update to Level 1 assessment report, June 2015. CPCs: contrapartes centrais. SPs: sistemas de pagamento. DCs: depositários centrais de ativos e valores mobiliários. SCs: sistemas de compensação de ativos e valores mobiliários. SRs: sistemas de registro. A nota 4 é a máxima dada pelos organismos. A cor verde indica a nota 4; a cor amarela indica uma nota inferior a 4.

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

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

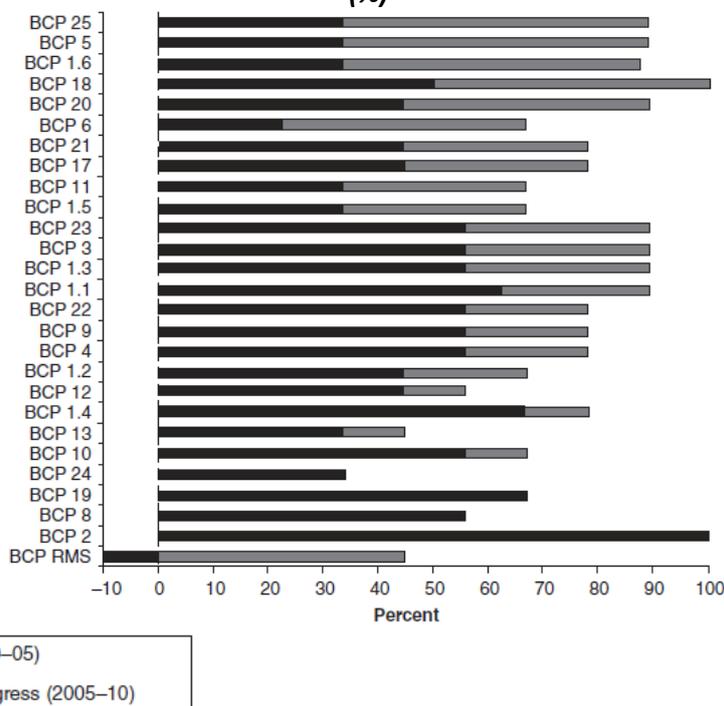
3.5 Regulação e resiliência

A influência da regulação financeira no processo de integração regional segue lógica bastante similar à apresentada na seção anterior para a infraestrutura de mercado. Na literatura sobre integração financeira, diversos autores se ocupam em elencar seus potenciais “benefícios”, dentre os quais, se destacam, por exemplo, o aprofundamento dos mercados financeiros dos países e a promoção da inclusão financeira, na esteira deste primeiro processo (Kose et al., 2006).

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

Em geral, os países da América Latina passaram por um processo de convergência aos padrões regulatórios internacionais ao longo da década de 2000, especialmente no mercado bancário. Em parte, esta tendência resulta da percepção acerca da necessidade de reduzir a vulnerabilidade financeira da região, haja vista as crises vivenciadas ao longo da década de 1990, que se seguiram à própria liberalização. Esta abordagem foi, inclusive, um dos pontos incorporados ao pensamento da Cepal na década de 2000. Como aponta Bielschowsky (2009: 184), um dos eixos das políticas para enfrentar a volatilidade dos capitais financeiros trazida pela liberalização consistia na “regulación y supervisión prudencial activa del sistema financiero, con un contenido anticíclico”. Outra razão importante deriva dos esforços de organismos multilaterais, FMI e Banco Mundial, para promover padrões de competição uniformes aos bancos dos países desenvolvidos recém-internacionalizados na região, o que gerou uma série de pressões, por exemplo, para a adoção dos Acordos de Basileia. Este processo se inicia na década de 1990, mas é intensificado na década de 2000.

Gráfico 19: Progresso da Regulação e Supervisão em Nove Países da América Latina* – 2000-2010 (%)



Fonte: Heysen e Auqui (2014: 371).

*Inclui Barbados, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Peru e Trinidad e Tobago.

Heysen e Auqui (2014: 349) realizam uma avaliação atualizada dos países latino-americanos em relação à conformidade com os princípios nucleares de Basileia (Comitê de Basileia, 2006), concluindo que: “progress in prudential oversight has been broad based and includes aspects as diverse as the institutional framework, authorization processes, supervision of other risks, internal controls, and market discipline”. Ao avaliar a observância destes princípios, os autores concluem que a porcentagem de países em conformidade com os diversos princípios saltou substancialmente ao longo da década. O Gráfico 19 ilustra este resultado para um grupo de nove países da região, formado principalmente por países pequenos (México e Peru também fazem parte da análise). O percentual indica a proporção de países que observam os princípios de Basileia.

Os autores, no entanto, encontram também assimetrias na implementação dos princípios para regulação e supervisão dos bancos. Segundo sua avaliação (Heysen e Auqui, 2014: 370), um terço dos países da região tem arcabouços largamente em conformidade com os padrões internacionais (mais de 85% dos *ratings* positivos), porém outro terço ainda não

implementou de forma insuficiente os padrões internacionais (menos de 50% dos *ratings* positivos).

Do ponto de vista da capitalização dos bancos, os resultados para a região mostram valores superiores aos requerimentos regulatórios. A Tabela 4 mostra a evolução dos níveis de capitalização ao longo da década de 2000 para os principais países da região. Os valores entre parênteses indicam o requerimento regulatório vigente em cada país. No agregado, o nível de capitalização das instituições manteve uma boa distância do mínimo exigido. Somente a Colômbia, no triênio 2001-03, e o Peru, entre 2005 e 2008, apresentaram índices de capitalização menos folgados, porém, em ambos os casos, os padrões domésticos exigiam mais capital das instituições (respectivamente, 9% e 10%) que o acordado em nível internacional (8%).

Tabela 4: Índice de Basileia* de Países Selecionados – 2001-2014
(%)

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

Fonte: FMI, Indicadores de Estabilidade Financeira. *Capital como proporção dos ativos ponderados pelo risco.

A literatura é consensual ao apontar o desenvolvimento dos padrões regulatórios locais e a elevada capitalização das institucionais como um amortecedor dos efeitos da crise financeira de 2008-9 sobre os sistemas bancários latino-americanos. Montoro e Rojas-

Suarez (2012: 29) destacam: “higher ratios of capitalisation, liquidity and bank efficiency were factors that helped banks to better cope with the effects of the crisis on credit”. De Gregorio (2013: 4), por sua vez, aponta como um dos fatores principais que explicam a resiliência das economias da região perante a crise a consolidação de sistemas financeiros fortes e bem regulados, assim como “simples” em sua estrutura, nas principais economias latino-americanas.

Passando do mercado bancário aos mercados de capitais, a regulação na região seguiu também a tendência de incorporação dos padrões internacionais. Neste caso, prevalece a preocupação com a proteção dos investidores e governança corporativa. Da mesma forma que na regulação bancária, há a percepção que existe uma assimetria entre os países grandes/médios e pequenos. Por exemplo, o indicador de proteção a investidores minoritários calculado pelo Banco Mundial, para alimentar o *ranking* Doing Business¹⁶, evoluiu positivamente na América Latina entre 2006 e 2013 (Banco Mundial, 2013: 79). Entretanto, persiste a divergência entre os países conforme seu tamanho. Excluindo a Venezuela, os países grandes e médios apresentaram um índice médio de 63,1 na proteção aos investidores em 2015, muito próximo à média dos países de alta renda da OCDE, de 63,9. Já os países pequenos apresentaram o índice médio 43,3, significativamente longe dos países desenvolvidos e inferior ao índice médio da África subsaariana, de 44,7. Há que se reconhecer as limitações do indicador, porém ele serve para ilustrar a discrepância na regulação do mercado de capitais entre os países da região.

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

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

¹⁶ Ele leva em consideração aspectos regulatórios como a divulgação de informações aos acionistas, a presença de regras de conflito de interesses, a amplitude dos direitos dos acionistas minoritários, dentre outros aspectos de governança corporativa. Para mais informações, ver: <http://www.doingbusiness.org/methodology/protecting-minority-investors>.

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

3.6 Fatores políticos

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

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

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

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

“The difficult experiences in South America, and in the Southern Cone in particular, of financial crises warned against taking financial integration lightly. Instead, the specificities of the financial realm urge special attention and precaution. The concern for systemic impacts of economic crises transmitted through the financial system was made clear in the Protocol and the work of the SWG4 [Sub-grupo de Trabalho 4, sobre Assuntos Financeiros] in the 2000s”.

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

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

Como uma rota alternativa de integração regional, já mencionados a iniciativa de criação do Mercado Integrado Latinoamericano (Mila), em 2011, por Chile, Colômbia e Peru,

posteriormente, em 2014, incorporando o México. Os primeiros resultados da iniciativa do Mila não pareciam indicar sucesso da iniciativa. Muito embora tenha sido criada uma infraestrutura com o propósito de integração, as transações realizadas e os volumes operados foram muito restritos¹⁷. Porém, o movimento dos agentes privados, notadamente, as bolsas de valores dos países, foi encampado pela Aliança do Pacífico, uma iniciativa dos governos chileno, colombiano, mexicano e peruano para integração de seus países em várias frentes (comércio, serviços, pessoas etc.).

Em julho de 2015, na reunião de Paracas, Peru, a Aliança celebrou a criação de um Conselho dos Ministros da Fazenda, sob o qual ficará a responsabilidade de definir e levar a cabo a agenda da integração financeira regional. Conforme a declaração, será uma das prioridades deste organismo:

“Identificar e coordinar iniciativas que permitan el fortalecimiento y la consolidación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) así como de los mercados de capitales en forma más general. En este contexto, se implementarán medidas que logren el reconocimiento de emisores en ofertas primarias en los cuatro países. También se buscará implementar medidas tendientes a la ampliación de los instrumentos susceptibles de negociación en los mercados de los Estados Parte en distintas plataformas de intercambio”
(Alianza del Pacífico, 2015).

Além deste foco, o alinhamento do tratamento tributário, a ampliação do número de participantes de mercado, os fundos de pensão e a inclusão financeira constituem pontos da pauta a ser tocada.

Estes desenvolvimentos determinaram, portanto, dois eixos de integração financeira regional, situando em polos distintos os principais mercados financeiro e de capitais latino-americanos, Brasil e México. A iniciativa andina e mexicana ainda se encontra em estágio embrionário, porém conta com importante apoio político dos governos envolvidos. O Mercosul, mais “maduro” do ponto de vista do desenvolvimento

¹⁷ Como destacam Torre et al. (2012: 118): “the past decades have seen several attempts toward regional integration of stock exchanges around the world. Recently, Chile, Colombia, and Peru reached an agreement of this sort, which focuses on integrating such functions as listing, order routing, and execution. The agreement also fosters efforts aimed at regulatory convergence, but it so far does not envisage common clearing and settlement systems”.

institucional, encontra barreiras nas assimetrias presentes entre os países-membro na esfera financeira – reforçadas pela adesão de Venezuela e Bolívia –, o que, de um ponto de vista pragmático, limita o projeto integracionista.

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

4 Conclusão: avanços, limites e perspectivas

O presente artigo buscou realizar uma avaliação da integração financeira regional latino-americana ao longo do período 2000-14 levando em conta não só fatores econômicos, mas também elementos institucionais e políticos, que consideramos ser importantes para explicar a dinâmica evolutiva dos processos de integração financeira em geral. Os seis fatores – fatores macroeconômicos, orientação dos mercados, desenvolvimento financeiro, infraestrutura de mercado, regulação e alinhamento político –, analisados na seção 3, de forma segmentada, contribuíram para construir uma imagem ampla do processo de integração financeira na região.

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

Como tendência geral, houve um aprimoramento das infraestruturas de mercado da região, assim como houve um processo de convergência da regulação financeira dos países aos padrões internacionais e de reforço dos padrões regulatórios locais. Em particular, no caso dos países grandes e médios, a regulação bancária e do mercado de capitais convergiu de forma inédita. Portanto, aponta-se na direção de mercados mais harmonizados. Por fim, o maior rigor regulatório se revelou um importante amortecedor dos impactos da crise financeira internacional de 2008-9.

Estes processos se desenrolaram numa conjuntura política favorável à integração, porém crítica ao desenho dos projetos integracionistas da década de 1990, pautados na liberalização dos mercados de serviços financeiros. O Mercosul registrou um lento avanço na agenda de integração, focado na cooperação técnica entre os reguladores do bloco e na harmonização dos padrões regulatórios, com especial atenção à implementação de Basileia II. Gestou-se também um novo projeto de integração entre os países andinos

e o México, sob a égide da Aliança do Pacífico, que trouxe recentemente o tópico da integração financeira para o topo da agenda governamental destes países.

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

Ainda que os fluxos intrarregionais de capitais tenham se expandido substancialmente, eles ainda são muito pequenos se comparados aos fluxos internacionais vindos dos países desenvolvidos para a região. Assim, o crescimento dos negócios na região deve ser relativizado. Quanto aos fluxos internacionais, eles se destinaram principalmente ao Brasil e ao México, concentrados, no primeiro caso, no mercado de ações e, no segundo caso, nos mercados de dívida e bancário. As conexões com os mercados externos e a orientação “para fora” destes mercados implicaram um aprofundamento financeiro com vulnerabilidade, em especial, no caso mexicano, como ilustrado pela crise financeira internacional de 2008-09.

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

A iniciativa de integração entre os mercados maiores que, embora recente, mereceu maior atenção, o Mila, não logrou os resultados esperados a curto prazo, com baixíssimo volume de transações com as ações dos países integrantes da iniciativa. Em parte, este resultado pode ser atribuído à concentração da liquidez latino-americana no mercado acionário brasileiro (mais que $\frac{3}{4}$ do total), o que abre uma importante questão: com este perfil de concentração da liquidez dos mercados de ações da região, é possível avançar numa estratégia de integração que prescindia do Brasil?

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

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

Os possíveis caminhos à frente da integração financeira regional latino-americana respondem diretamente aos limites estabelecidos acima.

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

Do lado privado, este possível caminho estratégico depende das condições de lucratividade dos mercados pequenos, nos quais a escala é restrita. O caso dos bancos colombianos parece ilustrar que há possibilidades reais para este processo avançar. Isso mostra que, ao menos teoricamente, outros países da região têm capacidade de reproduzir este caminho. Em especial, contudo, no caso brasileiro, que possui as maiores instituições

financeiras da região, é menos provável que este seja um caminho a ser seguido, devido às altas taxas de juros praticadas no país.

No caso dos mercados de capitais, o mercado de dívida corporativa, de largada, não parece ser uma via de integração factível: os mercados são essencialmente locais e restritos. Já os mercados de ações apresentam potencial para integração, embora algumas questões devam ser pesadas.

Em primeiro lugar, cabe questionar onde os mercados pequenos entram nesta estratégia de integração dos mercados de ações. A questão chave aqui é: por que integrar regionalmente, ao invés de integrar diretamente com mercados mais desenvolvidos?¹⁸ Os custos transacionais podem se reduzir e economias de escala poderão ser exploradas em nível regional, porém não há nada que garanta que estas vantagens superem a integração direta com os mercados desenvolvidos, como ilustram as experiências brasileira e mexicana. Deve-se pesar, neste caso, a possibilidade de desenvolvimento institucional dada pela integração regional e a blindagem contra possíveis choques externos (neste caso, a correlação do comportamento dos países latino-americanos, ainda que nem sempre homogênea, contribui). Além disso, há um componente político, nem tanto explícito, referente à maior integração regional.

No caso dos países grandes, já adiantamos a principal questão acima. Perguntamos se seria possível avançar numa estratégia bem-sucedida de integração dos mercados de ações da região que prescindisse do mercado brasileiro. A análise realizada na seção 3 indica que a resposta a esta pergunta é que, a curto-médio prazo, é pouco provável que o Mila avance sem a participação do Brasil, afinal a liquidez está fortemente concentrada no mercado brasileiro.

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

¹⁸ Torre et al. (2007) desenvolveram, originalmente, este questionamento.

Entretanto, esta aproximação esbarra em importantes fatores políticos, como os diferentes estilos de desenvolvimento adotados pelos governos dos países andinos, México e Brasil, e as distintas abordagens à política externa – cabendo lembrar que o México integra o Nafta. De qualquer maneira, a construção de um diálogo neste âmbito é de suma importância. Ainda que não se consiga definir um norte comum, o estabelecimento de mecanismos de coordenação e cooperação regional poderá trazer importantes dividendos políticos para estes países.

Nesse contexto, não devemos restringir os potenciais ganhos da integração financeira regional latino-americana à esfera financeira ou econômica. O desenvolvimento dos sistemas financeiros da América Latina através da integração regional, em termos institucionais e em profundidade, é sim um objetivo importante, principalmente, se o projeto concebido alcançar sucesso em ampliar a funcionalidade dos sistemas locais ao desenvolvimento econômico da região. Podemos, inclusive, questionar sobre que projeto idealmente deveria ser seguido para alcançar este objetivo – este tema, no entanto, transcende o escopo deste artigo. Mas soma-se a ele em importância a aproximação política dos blocos e países da região que pode ser engendrada por este processo de integração, como mostra a experiência recente da Aliança do Pacífico.

Num mundo crescentemente financeirizado, que a questão da integração financeira ao menos sirva para reforçar o sentimento de identidade regional, abrindo espaço para pensar uma América Latina integrada e mais independente, em linha com os ideais originais de Prebisch e da Cepal (Dosman, 2011: Capítulo 13).

Bibliografia

Abiad, A.; Mody, A. (2005). “Financial Liberalization: What Shakes It? What Shapes It?”. *American Economic Review*, Vol. 95: 66-88.

Adjaouté, K.; Danthine, J.-P. (2003). “European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-Based Assessment”. In: Gaspar, V. et al. *The transformation of the European financial system*. Frankfurt: Banco Central Europeu.

Alianza del Pacífico (2015). *Declaración de Paracas*. Paracas, Peru: Alianza del Pacífico, julho.

Ayuso, J.; Blanco, R. (1999). “Has Financial Market Integration Increased during the Nineties?”. *Documento de Trabajo* no. 9923. Servicio de Estudios, Banco de España.

Baele, L.; Bekaert, G.; Schoors, K. (2003). “Equity Market Integration and Equity Returns in Central and Eastern Europe”. Working Paper.

Baele, L.; Ferrando, A.; Hördahl, P.; Krylova, E.; Monnet, C. (2004). “Measuring Financial Integration in the Euro Area”. *ECB Occasional Papers Series* no. 14, April.

Banco Central Europeu (2014). *Financial Integration in Europe*: April 2014. Frankfurt: Banco Central Europeu.

Banco Mundial (2007). *Reforming Payments and Securities Settlement Systems in Latin America and the Caribbean*. Washington, D.C.: Banco Mundial.

_____. (2013). “Protecting investors”. In: *Doing Business 2013*: 77-80.

Belfrage, C. (2013). *Challenges for strengthening Mercosul financial integration – lessons from the European experience*. Relatório do projeto Trade Liberalisation and Economic Development in Mercosul.

Bértola, L.; Ocampo, J. A. (2015). *O Desenvolvimento Econômico da América Latina desde a Independência*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Bielschowsky, R. (2000). “Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal – Uma Resenha”. In: Bielschowsky, R. (org.) *Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal*, Volume 1: 13-68. Rio de Janeiro, Record.

_____. (2009). “Sesenta años de la CEPAL: estructuralismo y neoestructuralismo”. *Revista de la CEPAL*, n. 97: 173-194. Santiago, Cepal. Abril.

Bolaños, E.; Burneo, K.; Galindo, H.; Berggrun, L. (2015). “Emerging Markets Integration in Latin America (MILA) Stock market indicators: Chile, Colombia, and Peru”. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, no prelo.

Cárdenas, M. (2009). *Latin America, the Global Financial Crisis and the Velocity of Business*. Speech at the Economist's 11th Annual Conference on Latin America Private Equity. Disponível em: <http://www.brookings.edu/research/speeches/2009/02/11-latin-america-cardenas>.

Cepal (1959). *El Mercado Común Latinoamericano*. Mexico, Naciones Unidas. Disponível em: <http://archivo.cepal.org/pdfs/cdPrebisch/073.pdf>¹⁹.

_____. (1994). “El regionalismo abierto en América Latina y el Caribe: la integración económica al servicio de la transformación productiva con equidad”. *Libros de la Cepal*, n° 39. Santiago, Cepal²⁰.

_____. (1995). “América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial”. *Libros de la Cepal*, n° 40. Santiago, Cepal²¹.

CGFS (2014). “EME banking systems and regional financial integration”. *CGFS Papers* n° 51. Basileia: CGFS, BIS.

Chinn, M. D.; Ito, H. (2008). “A New Measure of Financial Openness”. *Journal of Comparative Policy Analysis*, Vol. 10: 309–22.

¹⁹ Versão reduzida e traduzida para o português deste estudo pode ser encontrada em: Cepal (2000). “O mercado comum latino-americano”. In: Bielschowsky, R. (org.) *Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal*, Volume 1: 347-71. Rio de Janeiro, Record.

²⁰ Versão reduzida e traduzida para o português deste estudo pode ser encontrada em: Cepal (2000). “O regionalismo aberto na América Latina e no Caribe: a integração econômica e a serviço da transformação produtiva com equidade”. In: Bielschowsky, R. (org.) *Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal*, Volume 2: 937-58. Rio de Janeiro, Record.

²¹ Versão reduzida e traduzida para o português deste estudo pode ser encontrada em: Cepal (2000). “América Latina e Caribe: políticas para melhorar a inserção na economia mundial”. In: Bielschowsky, R. (org.) *Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal*, Volume 2: 959-71. Rio de Janeiro, Record.

Comissão Europeia (2014a). *Banking union: restoring financial stability in the Eurozone*. Memo/14/294. Bruxelas: Comissão Europeia.

_____. (2014b). *The European Union Explained: Banking and Finance*. Bruxelas: Comissão Europeia.

_____. (2015). *Building a Capital Markets Union*. Green Paper. Bruxelas: Comissão Europeia.

Comitê de Basileia (2006). *Core Principles for Effective Banking Supervision*. Basileia: Comitê de Basileia, BIS.

Corazza, G. (2006). “O ‘regionalismo aberto’ da CEPAL e a inserção da América Latina na globalização”. *Ensaio FEE*, v. 27 (1): 135-152. Porto Alegre, FEE. Maio.

CPMI-Iosco (2012). *Principles for Financial Market Infrastructures*. Basileia e Madrid: CPMI e IOSCO.

_____. (2015). *Implementaion Monitoring of PFMIs: second update to Level 1 assessment report*. Basileia e Madrid: CPMI e IOSCO.

De Gregorio, J. (2013). “Resilience in Latin America: Lessons from Macroeconomic Management and Financial Policies”. *IMF Working Paper* 13/259, Dezembro.

Didier, T.; Schmukler, S. (2013). “Financial Development in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts and the Road Ahead”. *Policy Research Working Paper* nº 6582, Banco Mundial.

_____. (eds.) (2014). *Emerging Issues in Financial Development: Lessons from Latin America*. Washington, D.C.: Banco Mundial.

Didier, T.; Moretti, M.; Schmukler, S. (2015). “The Changing Patterns of Financial Integration in Latin America”. *Policy Research Working Paper* nº 7190, Banco Mundial.

Dinero (2015). “2014 cerró con más compras que ventas de extranjeros en BVC”. Artigo publicado em 14/01/2015.

Domanski, D. (2005) “Foreign banks in emerging market economies: changing players, changing issues”. *BIS Quarterly Review*, December.

Dosman, E. (2011). *Raúl Prebisch (1901-1986): A Construção da América Latina e do Terceiro Mundo*. Rio de Janeiro: Contraponto/Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento.

FMI (2014a). *Latin America: new challenges to growth and stability*. Washington, D.C.: FMI.

_____. (2014b). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions: 2014*. Washington, D.C.: FMI.

Folha de São Paulo (2015). “Argentina quer adotar modelo econômico aplicado no Brasil”. Matéria publicada em 20/12/2015, na seção Mercado. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/12/1721428-argentina-quer-adotar-modelo-economico-aplicado-no-brasil.shtml>.

Frenkel, R.; Rapetti, M. (2010). “A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America”. Center for Economic and Policy Research, Abril.

Galindo, A.; Izquierdo, A.; Rojas-Suarez, L. (2010) “Financial Integration and Foreign Banks in Latin America: How Do They Impact the Transmission of External Financial Shocks?”. *Inter-American Development Bank (IDB) Working Paper Series* n° IDB-WP-116,

Goldman Sachs (2015). “A Look at Liquidity”. *Top of Mind* n° 37. Global Macro Research, Goldman Sachs, Agosto.

Hammond, G. (2012). *State of the art of inflation targeting – 2012*. Handbook n° 29. Londres: Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

Hermann, J.; Montani Martins, N. (2012). "Mercado de Ações no Brasil: o Perfil de Risco da Expansão de 2004-2011". *Análise Econômica* n° 58: 87-120. UFRGS: Porto Alegre.

Heysen, S.; Auqui, M. (2014). “Recent Trends in Banking Supervision in Latin America and the Caribbean”. In: Didier, T.; Schmulker, S. (eds.) *Emerging Issues in Financial Development: Lessons from Latin America*. Washington, D.C.: Banco Mundial.

Jimenez, L.; Manuelito, S. (2011). “Latin America: financial systems and financing of investment. Diagnostics and proposals”. *Revista da Cepal* n° 103, Abril.

Kaltenbrunner, A.; Paincera, J. P. (2014), “Developing countries’ changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience”, *Cambridge Journal of Economics*.

Kamil, H.; Rai, K. (2010). “The Global Credit Crunch and Foreign Banks’ Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better?” *IMF Working Paper* n° 10/102, Abril.

Kose, M.; Prasad, E.; Taylor, A. (2009). ‘Thresholds in the Process of International Financial Integration,’ NBER Working Paper 14916.

Kose, M.; Prasad, E.; Terrones, M. (2003). ‘Financial Integration and Macroeconomic Volatility,’ *IMF Staff Papers* Vol. 50. IMF.

Kose, M.; Prasad, E.; Rogoff, K.; Wei, S-J. (2006). “Financial Globalization: A Reappraisal”. *IMF Working Paper* n° 06/189, Agosto.

Lane, P.; Milesi-Ferretti, G. M. (2003), “International Financial Integration”, *IMF Staff Papers* Vol. 50. IMF.

Larraín, G. (2015). *Integración Financiera en América Latina: Realidades, Desafíos y Propuestas Estratégicas*. BRAiN, Mimeo.

Levitsky, S.; Roberts, K. (eds.) (2011). *The Resurgence of the Latin American Left*. Baltimore, Maryland: The Johns Hopkins University Press.

Levy-Yeyati, E.; Williams, T. (2014). “Financial Globalization in Latin America and the Caribbean: Myth, Reality, and Policy Matters”. In: Didier, T.; Schmulker, S. (eds.) *Emerging Issues in Financial Development: Lessons from Latin America*. Washington, D.C.: Banco Mundial.

Mercosul (2015). *Cuadro de Avances del SGT-4*. Disponível em: http://sgt4.bcb.gov.br/pt-br/Documents/Cuadro_Avances_Concluidas_02_2014.pdf.

Mody, A.; Murshid, A. (2005). ‘Growing Up With Capital Flows,’ *Journal of International Economics*, Vol. 65: 249-66.

Montoro, C.; Rojas-Suarez, L. (2012). “Credit at times of stress: Latin American lessons from the global financial crisis”. *BIS Working Papers* n° 370, Fevereiro.

OECD (2011). *Chile: Review of the Financial System*. OECD, Outubro.

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

Prebisch, R. (2000). “O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus principais problemas”. In: Bielschowsky, R. (org.) *Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal*, Volume 1: 69-136. Rio de Janeiro, Record.

Quinn, D.; Schindler, M.; Toyoda, M. (2011). ‘Assessing Measures of Financial Openness and Integration,’ *IMF Economic Review* Vol. 59 (3): 488-522.

Silva, F. P. (2015). “Onda Rosa Latino-americana: uma tipologia”. *Latinoamerica: Integração & desenvolvimento*, Ano 1, nº 1, Novembro.

Torre, A.; Gozzi, J.; Schmukler, S. (2007). “Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms?” *Journal of Banking and Finance* 31 (6): 1731–54.

Torre, A.; Ize, A.; Schmukler, S. (2012). *Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead*. Washington, D.C.: Banco Mundial.

Torres Filho, E.; Macahyba, L. (2015). "Long Term Corporate Financing in Brazil: Is Brazil Becoming 'Normal?'". *MINDS Discussion Papers* no. 02. Multidisciplinary Institute for Development and Strategies (MINDS): Rio de Janeiro.