

**DESAFIOS DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NO MERCOSUL:  
UMA ANÁLISE DO SISTEMA DE PAGAMENTOS EM MOEDA LOCAL BRASIL-  
ARGENTINA SOB A ÓTICA DA HIERARQUIA MONETÁRIA**

**Felipe Nogueira da Cruz**

Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal de Juiz de Fora

Campus Governador Valadares

Doutorando em Ciência Econômica pela Universidade Estadual de Campinas

[felipe.cruz@ufjf.edu.br](mailto:felipe.cruz@ufjf.edu.br)

**RESUMO**

O artigo discute o convênio celebrado, em 2008, entre Brasil e Argentina que permite o uso de moedas locais nos pagamentos relacionados ao comércio entre os dois países: o Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML). O SML constitui uma política voltada ao enfrentamento dos dilemas da hierarquia monetária no plano internacional. Apesar de não apresentar resultados expressivos, com baixa participação no intercâmbio total entre 2008 e 2017, ele compreende uma primeira linha de defesa contra crises financeiras mundiais que eventualmente possam afetar a periferia. Ademais, tal iniciativa constitui um passo importante no desafio de integração financeira no Mercosul.

**Palavras-chave:** Hierarquia de moedas; Comércio periférico; Mercosul; SML.

**ABSTRACT**

*The paper discusses the agreement signed in the year 2008 between Brazil and Argentina that allows the use of local currencies in payments related to trade between the two countries: the Local Currency Payment System (SML). It is a policy aimed at coping with the dilemmas of the currency hierarchy in the international plan. Although it does not present expressive results, with low participation in the total trade between 2008 and 2017, it constitutes a first line of defense against global financial crises occurring periodically in the periphery. In addition, such an initiative constitutes an important step in the challenge of financial integration in Mercosur.*

**Keywords:** *Currency hierarchy; Peripheral exchanges; Mercosur; SML.*

**ÁREA TEMÁTICA:** 5. Relações Econômicas Internacionais.

## 1. INTRODUÇÃO

A tradição crítica do pensamento econômico latino-americano – associada ao método histórico-estruturalista desenvolvido no âmbito da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) em meados do século XX – explicitou as relações assimétricas do capitalismo mundial, particularmente a oposição entre um centro desenvolvido e industrializado e uma periferia subdesenvolvida exportadora de bens agrícolas. Além do esquema clássico da divisão internacional do trabalho, inseria-se na análise o diagnóstico de uma deterioração permanente dos termos de troca, tendência esta desfavorável aos países periféricos (CEPAL, 1951), revelando que “(...) a ideia da harmonia de interesses promovida pela concorrência capitalista era ainda mais falaciosa quando transposta para o plano internacional, o das nações, sob a forma da teoria das vantagens comparativas” (CARDOSO DE MELLO, 1997, p. 15). Com base nessa constatação, o caminho vislumbrado para a superação do subdesenvolvimento passava pela industrialização.

Mais recentemente, no final da década de 1990 e começo dos anos 2000, um grupo de economistas vinculados à Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e à Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), sob a liderança intelectual de Maria da Conceição Tavares e José Luís Fiori, procurou reinterpretar o desenvolvimento capitalista na periferia a partir da dinâmica monetária e financeira internacional. Considerando que a industrialização e o progresso técnico da América Latina não foram suficientes para que esta região rompesse com a sua inserção subordinada no capitalismo global, esses estudiosos apontaram a fragilidade monetária e financeira externa como um importante obstáculo ao desenvolvimento das nações latino-americanas desde a conquista de suas independências nas primeiras décadas do século XIX até o período atual marcado, pelas finanças desreguladas e pela globalização financeira (TAVARES; FIORI, 1997; FIORI, 1999).

Imbuídos desse movimento de reinterpretação, autores como Carneiro (2002, 2008), Prates (2002) e De Conti (2011) buscaram apreender a relação entre o posicionamento das moedas no sistema monetário internacional contemporâneo – determinado pelo desempenho das funções clássicas da moeda na esfera internacional – e a condução da política econômica dos Estados. De acordo com eles, no sistema atual, o dólar norte-americano constitui a moeda-chave, a partir da qual se posicionam de maneira hierarquizada as demais moedas: primeiramente, as moedas centrais (euro, iene, libra, etc.), e, na sequência, as moedas periféricas. A conclusão desses estudos é de que quanto mais próximo determinado país se encontra da base da pirâmide da hierarquia monetária – posição ocupada pelas moedas periféricas, em oposição às moedas centrais localizadas no topo dessa pirâmide –, maior a sua vulnerabilidade aos contrastes do mercado financeiro mundial e menor o seu raio de manobra na gestão macroeconômica.

A hierarquia de moedas já havia sido vislumbrada por John Maynard Keynes no começo do século XX, quando, em sua experiência no *Indian Office*, ele atentou para os problemas decorrentes dos ajustes assimétricos e deflacionários induzidos pelo padrão-ouro. A partir daí, a evolução teórica desse pensador o levou a advogar uma reforma da ordem monetária internacional consistente com a autonomia das políticas econômicas domésticas (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002; DOSTALER, 2007; PRATES; CINTRA, 2008). Muitos dos problemas globais apontados por Keynes acentuaram-se nas últimas décadas em virtude da dinâmica acicatada pelos mercados financeiros globalizados.

Atualmente, dada a generalização da lógica especulativa nas relações econômicas internacionais, os fluxos de capitais, as taxas de câmbio e de juros e os preços dos ativos estão sujeitos a grandes flutuações de curto prazo com alto efeito contágio, o que amplia os riscos sistêmicos e a possibilidade de reversão súbita das expectativas. Neste contexto, a hierarquia de moedas revela-se ainda mais perversa para os países periféricos, uma vez que os ativos neles alocados – denominados em moedas que não possuem a liquidez própria da moeda no âmbito

internacional<sup>1</sup> – são os primeiros a sofrerem liquidação nos momentos de maior aversão global ao risco, quando há uma fuga para a qualidade (DE CONTI, 2011). Mesmo com taxas de câmbio flutuantes, a política monetária dessas nações não está totalmente livre da influência externa (FLASSBECK, 2001).

No intuito de lidar com as assimetrias financeiras e macroeconômicas oriundas da hierarquia de moedas, um conjunto de países asiáticos e latino-americanos tem logrado reduzir sua vulnerabilidade externa por meio do acúmulo de ativos em moeda estrangeira, o que na literatura é conhecido como “demanda precaucional por reservas” (AIZENMAN *et al.*, 2004). Esse padrão – mais nítido no Sudeste Asiático entre 1998 e 2002, sendo replicado por várias nações latino-americanas depois de 2003 – foi uma resposta às sucessivas crises financeiras e cambiais que assolaram o mundo em desenvolvimento na segunda metade da década de 1990 e no começo dos anos 2000. Não obstante o relativo êxito dessa política, ela acaba por reforçar o peso do dólar norte-americano como moeda-chave no curto e no médio prazos, dada a elevada participação dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos – denominados, portanto, em dólar – na composição das reservas oficiais<sup>2</sup>. Significa dizer que a demanda precaucional por reservas contribui para a manutenção dos fatores estruturais responsáveis pelas diferenças qualitativas entre as moedas nacionais. Outra desvantagem refere-se ao custo quase-fiscal gerado por esse expediente, dada a diferença entre a taxa de remuneração dos ativos em moeda estrangeira e os juros dos títulos públicos domésticos (RODRIK, 2006; PRATES; CINTRA, 2008).

Além dos impactos financeiros e macroeconômicos, a hierarquia de moedas afeta as trocas internacionais, tanto positiva quanto negativamente. De um lado, o uso internacional de uma quantidade limitada de moedas certamente facilita o comércio global, pois estabelece um ou mais ativos universalmente desejados e com liquidez para serem imediatamente utilizados nas transações, gerando externalidades positivas para os agentes econômicos. Do outro lado, a necessidade de se usar a divisa-chave para liquidar o intercâmbio envolvendo países não emissores dessa moeda pode impor barreiras ao comércio, a exemplo dos custos de transação envolvidos na compra/venda de divisas – e a própria volatilidade cambial –, os quais dificultam o acesso de pequenos e médios produtores ao mercado estrangeiro. Ademais, dada a necessidade de crédito em moeda forte, o dinamismo das trocas fica atrelado ao ciclo de liquidez internacional e, em última instância, à política monetária das nações centrais, especialmente à dos Estados Unidos.

Uma forma de enfrentar os efeitos adversos da hierarquia monetária sobre o comércio tem sido a criação de sistemas bilaterais ou multilaterais para a denominação e a liquidação dos pagamentos relacionados ao intercâmbio regional, com o intuito de reduzir o uso de divisas, resgatando parcialmente as proposições reformistas contidas no Plano Keynes<sup>3</sup>. Os sistemas de facilitação de pagamentos, como são chamados, diminuem os custos de transação e a necessidade de crédito em moeda estrangeira, atenuam os efeitos das variações cambiais sobre os fluxos de bens, bem como as restrições ao intercâmbio imputadas pela fase descendente do ciclo de liquidez internacional (BIANCARELI, 2011). A experiência mais conhecida nesse âmbito é a União Europeia de Pagamentos (UEP), implementada no ano de 1950, em um quadro no qual os países da região precisavam restabelecer as suas bases econômicas enquanto lidavam com a escassez de ouro e dólar. A UEP, vigente até 1958, representou o primeiro passo em direção à unificação monetária

---

<sup>1</sup> A liquidez internacional é definida a partir do uso da moeda para além das fronteiras do Estado que a emite e, portanto, não deve ser confundida com a liquidez da moeda no âmbito doméstico. A fim de evitar essa confusão, De Conti (2011) propõe o termo “liquidez da divisa” para indicar a capacidade de a moeda exercer as funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor em âmbito internacional. Tanto as moedas centrais quanto as periféricas são líquidas na arena doméstica, porém, somente as primeiras apresentam a liquidez da divisa.

<sup>2</sup> Em 2004, o dólar norte-americano denominava 63% das reservas declaradas dos países emergentes. Em 2010, essa cifra era 58% (NOZAKI, 2012). No primeiro trimestre de 2015, tal percentual alcançou 67,69% (COFER/FMI).

<sup>3</sup> John Maynard Keynes formulou um plano para reformar a arquitetura monetária e financeira internacional no pós-guerra que tornou-se a posição oficial da Grã-Bretanha na Conferência de Bretton Woods, em 1944. Suas propostas passavam pela criação de uma câmara de compensação a nível mundial, a *International Clearing Union*, e de uma moeda internacional cuja emissão não fosse privilégio de nenhum país, o *bancor* (KEYNES, 1980). As ideias de Keynes sofreram forte oposição dos Estados Unidos à época, não sendo adotadas.

na Europa. Iniciativas semelhantes também foram adotadas na América Latina e na Ásia, a exemplo do Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR) e da *Asian Clearing Union* (ACU), criados em 1966 e 1974, respectivamente<sup>4</sup>.

É lícito destacar que a proliferação de sistemas de pagamentos está ligada a fatores de natureza geopolítica. De acordo com Cunha (2008), a cooperação financeira e monetária em nível regional ganhou corpo nos anos 2000 em virtude do peso crescente de algumas nações emergentes na ordem internacional. É nesse quadro que se insere a criação do Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML) no âmbito do Mercado Comum do Sul (Mercosul). De fato, o fortalecimento do projeto integracionista sul-americano a partir de meados dos anos 2000, induzido pelas mudanças de governos e pela reorientação de política externa ocorridas na região, resultou na criação de um sistema para a facilitação dos pagamentos relacionados ao comércio intrabloco. A Decisão nº 25/07 do Conselho do Mercado Comum (CMC), de junho de 2007, estabeleceu que a operação do SML seria definida por convênios bilaterais e voluntários entre os países membros. No ano seguinte, o primeiro convênio foi celebrado, entre Brasil e Argentina.

Considerando que as duas maiores economias da América do Sul são influenciadas adversamente pelas assimetrias da arquitetura monetária e financeira internacional – já que ambas pertencem à periferia do capitalismo global –, e que a retórica integracionista pode ter se esgotado com as mudanças recentes de governos nesses países, afetando, portanto, os estímulos à consolidação do sistema de facilitação de pagamentos, a presente pesquisa pretende avançar no entendimento sobre os constrangimentos e/ou potencialidades do SML Brasil-Argentina enquanto política voltada ao enfrentamento de um dos dilemas da hierarquia de moedas. Além desta introdução, o trabalho está organizado em mais três seções: na seção 2, expõe-se a institucionalidade do SML, descrevendo o marco legal e o funcionamento operacional do sistema; na seção 3, apresenta-se o desempenho do convênio em termos de seu uso e de sua participação nas trocas bilaterais ao longo do tempo; na sequência, são tecidas algumas considerações finais.

## **2. A INSTITUCIONALIDADE DO SML BRASIL-ARGENTINA E SEU SIGNIFICADO PARA O DESAFIO DE COORDENAÇÃO MACROECONÔMICA NO MERCOSUL**

Um passo importante no processo de regionalização no Cone Sul foi dado em 1985, quando Brasil e Argentina, ao assinarem a Declaração do Iguazu, criaram uma comissão bilateral para promover a integração de suas economias, expressando “a vontade política de superar a tradicional rivalidade que caracterizou as relações entre ambos países, refletindo as novas condições democráticas da região e a necessidade de cooperação para ampliar o desenvolvimento econômico” (DATHEIN, 2005, p. 23). Chama a atenção o fato de essa proposta ter sido acordada em um contexto de extrema fragilidade monetária e financeira dos principais países da América Latina, os quais apresentavam inflação crescente, alto endividamento externo e dificuldades de acesso ao financiamento em moeda estrangeira. É razoável supor que, frente aos graves problemas de balanço de pagamentos, Brasil e Argentina vislumbraram na cooperação econômica regional uma forma de atenuar suas restrições externas. Com efeito, essa perspectiva é evidente nos parágrafos 7 e 8 da Declaração do Iguazu (1985):

7. Os Presidentes coincidiram na análise das dificuldades por que atravessa a economia da região, em função dos complexos problemas derivados da dívida externa, do incremento das políticas protecionistas no comércio internacional, da permanente deterioração dos termos de intercâmbio e da drenagem de divisas que sofrem as economias dos países em desenvolvimento.

---

<sup>4</sup> Para uma análise da UEP e dos esforços de reconstrução dos sistemas europeus de comércio e de pagamentos no pós-Segunda Guerra Mundial, conferir Einchengreen (1993) e Oatley (2001). Uma descrição da estrutura e do funcionamento da ACU é feita por Goyal (2014). Informações acerca do CCR e de outras iniciativas de facilitação de pagamentos na América Latina são encontradas em Biancareli (2011) e UNCTAD (2011).

8. Concordaram, igualmente, quanto à urgente necessidade de que a América Latina reforçe seu poder de negociação com o resto do mundo, ampliando sua autonomia de decisão e evitando que os países da região continuem vulneráveis aos efeitos de políticas adotadas sem a sua participação. Portanto, resolveram conjugar e coordenar os esforços dos respectivos Governos para a revitalização das políticas de cooperação e integração entre as Nações latino-americanas.

Logo após a celebração do acordo, surgiram algumas iniciativas para fomentar a harmonização das políticas macroeconômicas dos dois países, incluindo o tema da integração monetária e financeira. Em 1987, por exemplo, a equipe brasileira sugeriu a criação de uma unidade monetária comum, o gaúcho, que seria emitida e respaldada por um fundo de reserva binacional (CUNHA, 2008). Ainda que essa e outras propostas tenham sido descartadas, o debate sobre a coordenação monetária ganhou novo fôlego no Cone Sul com a assinatura, em 1991, do Tratado de Assunção, que instituiu o Mercosul, tendo como integrantes Argentina, Brasil, Paraguai e Uruguai<sup>5</sup>.

As discussões iniciais centraram-se no estabelecimento de um arranjo cambial para evitar desvalorizações competitivas, porém a iniciativa não obteve êxito. Fracassaram também as tentativas de implantar as recomendações dos diversos grupos de trabalho criados ao longo da década de 1990 e no começo dos anos 2000, demonstrando que, apesar das intenções formais de se harmonizar as políticas econômicas no Mercosul, os Estados membros não foram capazes de superar desafios importantes. Dentre os obstáculos, destacam-se: (i) turbulências macroeconômicas – os quatro países do bloco experimentaram crises nesse período; (ii) as diferenças de regime monetário e cambial entre as duas principais economias da união aduaneira, Brasil e Argentina, pelo menos até 2002; e (iii) a própria visão liberal de regionalismo prevalecente na constituição do bloco, que enfatizava os aspectos comerciais da integração (CUNHA, 2008; DEOS; MENDONÇA; WEGNER, 2013).

O Mercosul foi concebido em um cenário marcado pela incorporação dos países em desenvolvimento ao fenômeno mais amplo de globalização financeira. O retorno dos fluxos de capitais para os mercados periféricos na primeira metade dos anos 1990, motivado pelo diferencial de juros e pelo Plano Brady<sup>6</sup>, aliviou a pressão externa, ensejando a adoção de programas de estabilização na América Latina. Esses programas foram acompanhados de abertura financeira, liberalização do comércio e privatização. Supunha-se que tais medidas promoveriam a integração das economias aos mercados financeiros internacionais, de modo a resolver o histórico problema de vulnerabilidade externa da região. Entretanto, não levou muito tempo até que o otimismo cedesse lugar a sucessivas crises financeiras e cambiais na periferia, a exemplo do Brasil em 1998-99 e da Argentina em 2001-02. Além de provocar uma mudança no regime monetário e de câmbio dos dois países, essas crises deram novo alento ao projeto integracionista sul-americano, a despeito de dificuldades comerciais e conflitos localizados<sup>7</sup>.

Impulsionado por esse movimento, o Mercosul iniciou as negociações para a adesão da Venezuela à união aduaneira, o que de fato ocorreu em 2012, e retomou a agenda da harmonização das políticas macroeconômicas entre os países membros<sup>8</sup>. Um importante passo nesse sentido foi a

---

<sup>5</sup> O objetivo explícito era criar um mercado comum, mas inicialmente foi estabelecida uma zona de livre comércio que, em 1995, converteu-se em união aduaneira. Segundo Chagas e Baumann (2007), o Mercosul é, na verdade, uma união aduaneira incompleta, dados os problemas existentes em sua Tarifa Externa Comum (TEC).

<sup>6</sup> Plano de reestruturação (securitização) da dívida externa dos países periféricos anunciado em março de 1989 pelo secretário do Tesouro dos Estados Unidos Nicholas F. Brady. A emissão dos novos bônus (os *bradies*) contemplava o abatimento dos encargos da dívida e exigia como contrapartida a implantação de reformas liberais. A América Latina foi a região que mais participou do Plano.

<sup>7</sup> A ideia da integração sul-americana fortaleceu-se em virtude das mudanças políticas e ideológicas ocorridas na região a partir de 2003. Inserem-se nesse movimento a rejeição da Alca (Área de Livre Comércio das Américas) e a criação da Unasul (União de Nações Sul-Americanas). Sobre os dilemas e dificuldades do regionalismo na América do Sul, conferir Veiga e Rios (2007) e Medeiros (2008).

<sup>8</sup> Em dezembro de 2016, os países fundadores do Mercosul anunciaram a suspensão da Venezuela do bloco por tempo indeterminado. A justificativa oficial é que o país não cumpriu com as obrigações (tratados e normas técnicas) assumidas no Protocolo de Adesão.

criação de um sistema para a facilitação dos pagamentos relacionados ao comércio intrabloco. Essa iniciativa teve origem na Carta de Intenções assinada pelas autoridades do Brasil e da Argentina em dezembro de 2006, respaldada pela Decisão nº 38/2006 do Conselho do Mercado Comum (CMC). Em junho de 2007, o CMC criou o Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML), estabelecendo que as condições de operação desse mecanismo, que tem caráter facultativo, deveriam ser definidas por convênios bilaterais firmados de maneira voluntária entre as autoridades monetárias dos países (Decisão nº 25/07 do CMC). Brasil e Argentina assinaram o primeiro convênio em setembro de 2008, que passou a vigorar no mês seguinte<sup>9</sup>.

No SML – cuja utilização é opcional – as remessas financeiras relativas ao comércio exterior são pagas e recebidas nas respectivas moedas locais: o exportador brasileiro recebe em real, e o exportador argentino em peso; por sua vez, o importador brasileiro paga em real, e o importador argentino em peso. Não há necessidade de os agentes realizarem contratos de câmbio, ou seja, de compra ou venda de uma moeda conversível no plano internacional. A conversão é promovida internamente ao sistema pelos bancos centrais, eliminando a existência de uma operação de câmbio privada (REISS, 2013). Para tanto, as autoridades monetárias utilizam uma cotação específica, a taxa SML, calculada para cada dia útil a partir do cruzamento das taxas oficiais das moedas locais em relação ao dólar norte-americano. No caso da taxa SML real/peso, divulgada pelo Banco Central do Brasil (BCB), seu valor é a razão entre a taxa média de fechamento da PTAX (cotação do real relativamente ao dólar) para compra e para venda e a taxa correspondente da Argentina, chamada de Tipo de Referência. O banco central argentino, por sua vez, divulga a cotação peso/real, cujo cálculo é feito de maneira análoga.

Segundo Biancareli (2011), além de permitir a conversão dos pagamentos, a fixação da taxa SML envolve um segundo motivo, qual seja, desenvolver o mercado de câmbio entre o real e o peso. Com efeito, um dos objetivos principais do SML refere-se à promoção da integração financeira por meio do aumento das transações diretas entre as moedas dos países participantes. Outra meta central do sistema é reduzir os custos financeiros de exportadores e importadores de modo a estimular a participação das pequenas e médias empresas no comércio bilateral (PINTO; SEVERO, 2011). Considerando esses dois objetivos, é lícito afirmar que a política conjunta de Brasil e Argentina relativa à facilitação de pagamentos procura minimizar os dilemas inerentes às trocas entre duas nações emissoras de moedas periféricas.

No sistema de pagamentos padrão, quando as moedas do exportador e do importador são periféricas, uma terceira moeda – a “moeda veículo” (*vehicle currency*) na acepção de Krugman (1995) – é normalmente utilizada para viabilizar o intercâmbio. A moeda veículo deve necessariamente desempenhar suas funções em âmbito internacional e, na maioria das vezes, é o dólar norte-americano, muito embora os Estados Unidos não mantenham nenhum vínculo com o negócio. Nesse esquema, o importador compra a moeda veículo para remeter o valor correspondente à aquisição do bem ao exportador, enquanto este último, a fim de obter a sua moeda local, realiza uma operação de câmbio entre a moeda recebida e a de seu país. Supondo um quadro de relativa estabilidade cambial, é provável que ambos os agentes incorram em despesas financeiras que, ao reduzir a competitividade de produtos exportáveis, podem constituir uma barreira ao comércio exterior<sup>10</sup>. Isso é particularmente válido para pequenas e médias empresas, cujo acesso aos mercados estrangeiros é facilmente bloqueado por uma elevação nos custos de transação.

---

<sup>9</sup> Além das atividades de exportação e importação de bens, incluindo os serviços e despesas associados (frete, seguros, etc.), o SML Brasil-Argentina admite a execução de pagamentos referentes a aposentadorias e pensões entre os dois países, desde que a previdência oficial (entidade pagadora) e o seu beneficiário sejam residentes, domiciliados ou tenham sedes neles, mas em polos distintos (BCB, [s. d.]). O foco deste projeto de pesquisa é o uso de moedas locais no comércio bilateral.

<sup>10</sup> Caso ocorra uma desvalorização da moeda local (fenômeno recorrente em economias periféricas), receber em dólar tende a ser mais vantajoso. Isso ajudaria a explicar porque a utilização do SML Brasil-Argentina tem se concentrado em apenas uma das direções do comércio bilateral (exportações brasileiras), haja vista a trajetória de desvalorização da taxa de câmbio nominal do peso argentino contra o dólar norte-americano. Esse tema será discutido na próxima seção.

Além disso, uma vez que os momentos da fixação do preço da mercadoria e do efetivo pagamento do negócio podem diferir, a ocorrência de variações cambiais pode afetar negativamente as empresas exportadoras que possuem sua estrutura de custos de produção baseada na moeda local, isto é, existe o risco de câmbio. Também aqui as médias e pequenas empresas apresentam uma desvantagem relativa, principalmente em virtude do custo de acesso aos instrumentos financeiros de cobertura de risco (*hedge*) (REISS, 2013). Por fim, cabe acrescentar mais dois impasses do uso de uma moeda veículo nas trocas entre economias periféricas: primeiro, a dependência em relação ao crédito em moeda estrangeira; e, segundo, os bloqueios ao intercâmbio em períodos de escassez de divisas (BIANCARELI, 2011).

Ao permitir que as ordens de pagamento envolvendo residentes do Brasil e da Argentina sejam enviadas e recebidas na moeda local, o SML atenua os efeitos deletérios da hierarquia de moedas sobre o comércio bilateral. Os produtores, especialmente os pequenos e médios, podem beneficiar-se de um trâmite de exportação facilitado, já que não há a necessidade de contratos de câmbio e/ou de crédito denominados em moeda estrangeira, nem de serviços financeiros a fim de eliminar o risco cambial em relação à moeda veículo<sup>11</sup>. Desse modo, custos de transação podem ser reduzidos, contribuindo para a expansão das trocas entre as nações participantes<sup>12</sup>.

Neste ponto da explanação, duas ponderações são necessárias. Primeiro, é correto afirmar que a divisa-chave gera problemas para as nações periféricas, contudo não se pode ignorar que ela facilita o comércio mundial. As externalidades positivas geradas pelo uso internacional de um número limitado de moedas são análogas àquelas de uma moeda local para as transações domésticas. A questão ora levantada é que, ao lado dessas vantagens, a moeda veículo também produz ineficiências, muito embora estas últimas sejam sentidas com maior força na periferia e nas fases descendentes do ciclo de liquidez internacional. Em outras palavras, os dilemas enfrentados pelas economias emissoras de moedas periféricas também se manifestam na esfera comercial. Disso apreende-se a relevância de um sistema de pagamentos alternativo, como é o caso do SML Brasil-Argentina.

Segundo, sob a perspectiva da empresa individual, as operações cambiais envolvendo a moeda-chave ou outras moedas centrais não são apreendidas de forma monolítica, como se representassem exclusivamente custos que deveriam ser minimizados. Em muitos casos, a obtenção de tais moedas pode levar a ganhos especulativos, sobretudo quando o exportador possui um prazo ampliado para efetuar a conversão em moeda local<sup>13</sup>; se o ganho esperado exceder os custos envolvidos nos contratos de câmbio, ele não será estimulado a canalizar seus negócios via SML. Opera-se, assim, a “realocação” de ganhos para o mercado financeiro (Reiss, 2013). É razoável supor que essa situação seja mais comum para as grandes corporações e companhias de capital aberto, pautadas por um padrão financeirizado de gestão e realização da riqueza, e que realizam os seus cálculos de rentabilidade na moeda-chave<sup>14</sup>. No extremo oposto, as micro e pequenas empresas

---

<sup>11</sup> O SML não é um instrumento de cobertura de risco cambial. Todavia, considerando que o prazo da operação pode atingir 360 dias, o mecanismo poderia ser entendido como uma ferramenta de *hedge* sob a ótica do destinatário que teria o conhecimento prévio do valor em moeda local que receberá pela operação – esse valor não é alterado pela variação da taxa SML. Para as firmas que possuem sua estrutura de custos de produção baseada na moeda local, contratar suas exportações nessa moeda tende a ser vantajoso (BCB, [s. d.]).

<sup>12</sup> Com base em dados de 2003, Chagas e Baumann (2007) estimaram em US\$ 610,63 milhões os custos de transação do Brasil relativos às operações cambiais desse país com os demais membros do Mercosul. A cifra corresponde a cerca de 0,1% do PIB brasileiro daquele ano.

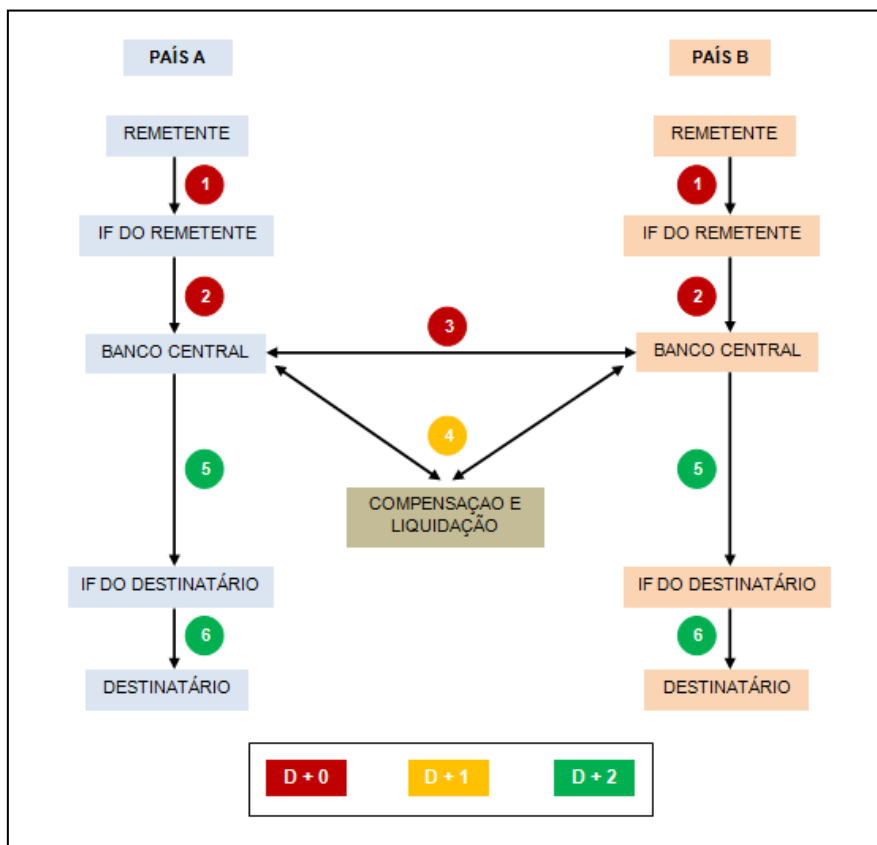
<sup>13</sup> Existindo a possibilidade de manter depósitos em moeda estrangeira fora do país por um tempo razoável, o exportador poderá aguardar a ocorrência de mudanças cambiais favoráveis para efetuar a conversão na moeda local.

<sup>14</sup> Na dinâmica capitalista atual, observa-se uma interpenetração da lógica financeira nas decisões estratégicas das unidades produtoras. A fim de maximizar a riqueza de seus acionistas (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000), as empresas mantêm posições ativas não apenas em mercados produtivos, mas também na circulação financeira, buscando ganhos, por exemplo, com a posse de moedas centrais. É ilustrativo o fato de as operações especulativas com moedas explicarem em grande medida a expansão das transações cambiais além das necessidades do comércio internacional. Os agentes líderes desse processo de “financeirização” são as grandes corporações estruturadas como multinacionais, multissetoriais e multifuncionais (BRAGA, 1985, 1997).

são as principais reféns dos custos de transação gerados pela utilização de uma moeda veículo nas trocas com não residentes e, por conseguinte, as principais beneficiárias de um sistema de facilitação de pagamentos.

O SML não implica a “desdolarização” do comércio: a liquidação entre os bancos centrais da Argentina e do Brasil é feita na moeda norte-americana, já que o peso e o real não são instrumentos de reserva internacional. A descrição do funcionamento operacional do mecanismo ajuda a entender esse ponto (Figura 1).

**Figura 1 – Funcionamento operacional do SML Brasil-Argentina**



Fonte: Elaboração própria.

Nota: Os números e as cores dos círculos indicam, respectivamente, as etapas e os dias do ciclo de SML. São usadas as seguintes abreviações: IF = instituição financeira; D + 0 = dia do registro da operação; D + 1 = primeiro dia útil seguinte ao do registro da operação; D + 2 = segundo dia útil seguinte ao do registro da operação.

O ciclo de SML inicia-se quando, após contratar com o destinatário (exportador) a importação na moeda local, o remetente (importador) registra sua operação e efetiva a ordem de pagamento na sua própria moeda em uma instituição financeira conveniada no seu país<sup>15</sup>. Essa ordem de pagamento é realizada com base na taxa de câmbio real/peso ou peso/real (a depender da origem da ordem) negociada com a instituição financeira ou na própria taxa SML calculada e divulgada pelas autoridades monetárias do Brasil e da Argentina. Na Figura 1, essa é a primeira etapa. Na sequência, a instituição financeira registra a operação junto ao banco central de seu país, transferindo para este último o equivalente em sua moeda nacional ao pagamento da transação na moeda do destinatário (exportador) (etapa 2). Cada banco central acumula as ordens recebidas ao longo do dia (D + 0) e, ao final deste, informa as operações registradas à sua contraparte (etapa 3).

<sup>15</sup> São 22 instituições financeiras participantes no Brasil e 19 na Argentina. A relação completa está disponível em: [http://www.bcb.gov.br/rex/sml/3-1-instituicoes\\_autorizadas.asp](http://www.bcb.gov.br/rex/sml/3-1-instituicoes_autorizadas.asp).



No primeiro dia útil seguinte ao do registro da operação (D + 1), os bancos centrais consolidam as operações de importação e apura-se o saldo líquido, calculado com base na taxa SML. Esse valor líquido é pago pelo banco central devedor ao credor por meio de uma transferência de reservas internacionais (etapa 4). Isso significa que a liquidação entre as autoridades monetárias é feita em dólar norte-americano. No segundo dia útil ao do registro da operação (D + 2), confirmado pela parte credora o recebimento dos recursos devidos, os bancos centrais transferem às instituições financeiras indicadas pelos exportadores os valores em moeda local referentes às vendas concretizadas (etapa 5). Tais valores são então depositados nas contas correntes dos respectivos destinatários (etapa 6).

A frequência de liquidação entre os bancos centrais é diária. O convênio prevê a concessão de crédito para a contraparte devedora no caso em que o mercado de liquidação – Nova York – não esteja em funcionamento. Essa provisão de recursos, definida reciprocamente até US\$ 10 milhões e chamada de margem de contingência, mantém o sistema operacional viável durante os dias não úteis do centro financeiro onde são mantidas as reservas internacionais da Argentina e do Brasil<sup>16</sup> (REISS, 2015). Com exceção desse caso, o sistema de facilitação de pagamentos não cria liquidez, isto é, não compreende a concessão de crédito para os agentes de comércio exterior, o que explica a necessidade de que a frequência de liquidação seja diária<sup>17</sup>. Além disso, os bancos centrais não assumem o risco de crédito das instituições autorizadas a canalizar remessas financeiras via SML.

A interligação dos sistemas nacionais de pagamentos é um resultado importante do SML Brasil-Argentina, pois constitui o primeiro e fundamental passo em direção à integração financeira no Mercosul. Ainda que seja uma experiência restrita a poucos países, incapaz de solucionar os impasses econômicos regionais, a criação desse mecanismo significou romper, pelo menos parcialmente, com a inércia até então verificada nas velhas discussões acerca da necessidade de coordenação macroeconômica entre os países integrantes da união aduaneira. Em tese, ao promover a integração financeira e o comércio regional e reduzir a vulnerabilidade externa, o SML fortalece o bloco, impulsionando o desenvolvimento do Cone Sul. Uma análise do desempenho do sistema em termos de seu uso e de sua participação nas transações bilaterais pode lançar luzes sobre os avanços obtidos e os desafios que se colocam a essa iniciativa no atual quadro de esgotamento da retórica integracionista, dadas as mudanças políticas ocorridas na região nos últimos anos com a chegada ao poder de governos declaradamente neoliberais. Tal análise é feita na próxima seção.

### **3. O DESEMPENHO DO SML BRASIL-ARGENTINA: TAXA SML, HISTÓRICO DE UTILIZAÇÃO E PARTICIPAÇÃO NAS TROCAS BILATERAIS**

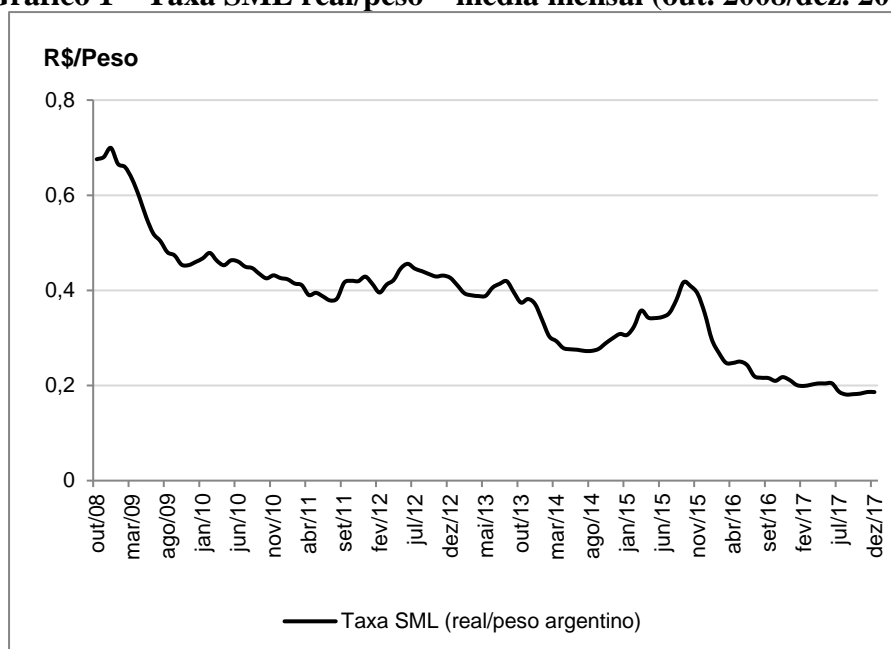
Conforme discutido na seção anterior, a conversão dos valores relativos às operações cursadas no SML é feita com base em uma cotação específica, a taxa SML, calculada a partir das taxas de câmbio oficiais do real brasileiro e do peso argentino contra o dólar norte-americano. O BCB divulga diariamente a taxa SML real/peso, cujos valores médios mensais são reportados no Gráfico 1 para o período entre outubro de 2008 e dezembro de 2017. No primeiro trimestre de funcionamento do sistema de pagamentos (out./dez. 2008), a taxa SML média foi cerca de 0,68 R\$/peso, patamar jamais alcançado novamente. Observa-se a prevalência de movimentos baixistas, sendo que para a série completa, a queda na cotação aproxima-se de 72,45% em termos nominais. Em dezembro de 2017, a taxa SML média foi 0,18 R\$/peso.

---

<sup>16</sup> A Lei nº 11.803 de 2008 autoriza o BCB a abrir a linha de crédito à Argentina necessária à operacionalização do SML.

<sup>17</sup> Um prazo maior para a liquidação entre os bancos centrais certamente levaria a um uso menos frequente das reservas internacionais pelos dois países. Contudo, a ampliação do prazo esbarra na ausência de uma linha de crédito específica para os usuários do SML.

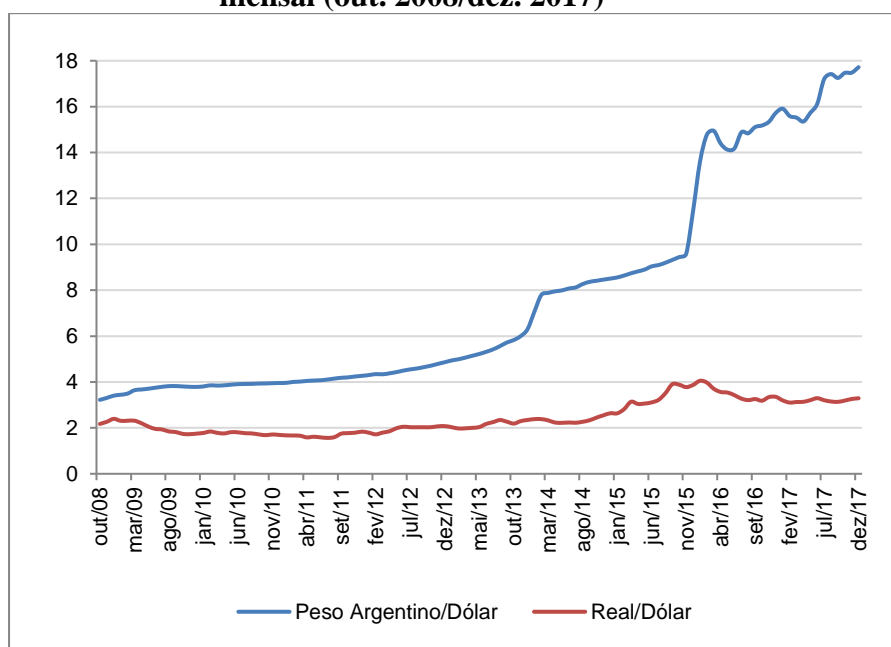
**Gráfico 1 – Taxa SML real/peso – média mensal (out. 2008/dez. 2017)**



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB). Elaboração própria.

A redução da taxa SML foi particularmente acentuada em 2009, trajetória explicada tanto pela desvalorização do peso quanto pela valorização do real, ambas contra a moeda norte-americana (Gráfico 2). Do segundo semestre de 2011 até o fim de 2013, a cotação real/peso sofreu oscilações mais amenas – valor médio mensal igual a 0,41 R\$/peso e desvio-padrão de 0,02 R\$/peso –, voltando a apresentar uma tendência de queda no primeiro semestre de 2014.

**Gráfico 2 – Taxas nominais de câmbio peso/dólar (peso/US\$) e real/dólar (R\$/US\$) – média mensal (out. 2008/dez. 2017)**



Fontes: Banco Central do Brasil (BCB) e Fundo Monetário Internacional (FMI). Elaboração própria.

A notável recuperação da cotação real/peso entre agosto de 2014 e setembro de 2015 – a taxa subiu 52,87% – está associada à forte trajetória de desvalorização do real contra o dólar nesse interregno. A taxa de depreciação da moeda brasileira (72,26%) superou em 59 pontos percentuais a

taxa de desvalorização do peso relativamente à moeda norte-americana. Entretanto, a taxa SML começou a sofrer mais uma baixa considerável a partir de outubro de 2015, sendo que até julho de 2016 a queda foi de 46,27%; neste mesmo mês, a cotação real/peso atingiu o seu menor nível até então, 0,21 R\$/peso. Tal reversão é explicada por dois fatores: primeiro, a desvalorização pronunciada do peso frente ao dólar entre novembro de 2015 e março de 2016 (55,97%), resultado da eliminação dos controles cambiais após a assunção de Mauricio Macri à presidência da Argentina; segundo, a valorização de 15,49% do real relativamente ao dólar no primeiro semestre de 2016. Em 2017, a taxa SML foi relativamente estável, apresentando um valor médio anual de 0,19 R\$/peso e desvio-padrão de 0,01 R\$/peso.

Uma vez que a cotação SML é calculada com base nas taxas oficiais do real e do peso contra o dólar, explicar a evolução da primeira a partir dos movimentos das segundas é um exercício tautológico. Permanece aberta a questão sobre o que determina, em última instância, as taxas de câmbio do real e do peso, e fornecer uma resposta plausível a esse tema está além do escopo deste artigo<sup>18</sup>. Não obstante os limites da análise, a evolução da taxa SML evidencia uma desvalorização em termos nominais muito mais acentuada da moeda argentina: considerando as cotações mensais médias correspondentes a outubro de 2008 e a junho de 2016, a perda de valor do peso em relação ao dólar foi de 340,1%, enquanto para o real essa cifra alcançou 57,63%. Importante considerar que, dada uma inflação mais elevada na Argentina ao longo desse período, em termos reais essa diferença de perda de valor entre as duas moedas foi seguramente menor.

A evolução do comércio bilateral entre Brasil e Argentina nos últimos anos é caracterizada pela recorrência de saldos positivos para o primeiro, conforme mostra o Gráfico 3. Os resultados mais favoráveis ocorreram nos anos de maior crescimento da economia argentina no período compreendido pela série, mostrando que o dinamismo econômico do parceiro comercial é um dos principais determinantes das exportações brasileiras para aquele mercado<sup>19</sup>. O mesmo parece válido para as exportações argentinas cujo destino é o Brasil, já que a queda significativa do valor delas no ano de 2015 está relacionada com o crescimento negativo do PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro nesse período. Em 2017, destaca-se a trajetória de expansão das exportações brasileiras, mais uma vez em um cenário de crescimento da economia argentina após a contração sofrida em 2016.

A Argentina é um dos principais destinos das exportações brasileiras. Em 2017, ela participou de 8,1% do valor total exportado pelo Brasil para o restante do mundo, ficando atrás apenas da China (21,81%) e dos Estados Unidos (12,34%). No que concerne à origem das importações, a economia argentina apresenta o mesmo grau de importância: em 2017, 6,26% do valor global importado pelo Brasil proveio desse mercado – também aqui atrás da China (18,12%) e dos Estados Unidos (16,48%)<sup>20</sup>. Dada a dimensão do comércio bilateral entre os dois países, a criação do convênio que permite a denominação e a liquidação dos pagamentos originários desse intercâmbio nas moedas locais, real e peso, constitui uma política com grande potencial de alcance. Todavia, desde a entrada em vigor do sistema, os registros não foram muito expressivos.

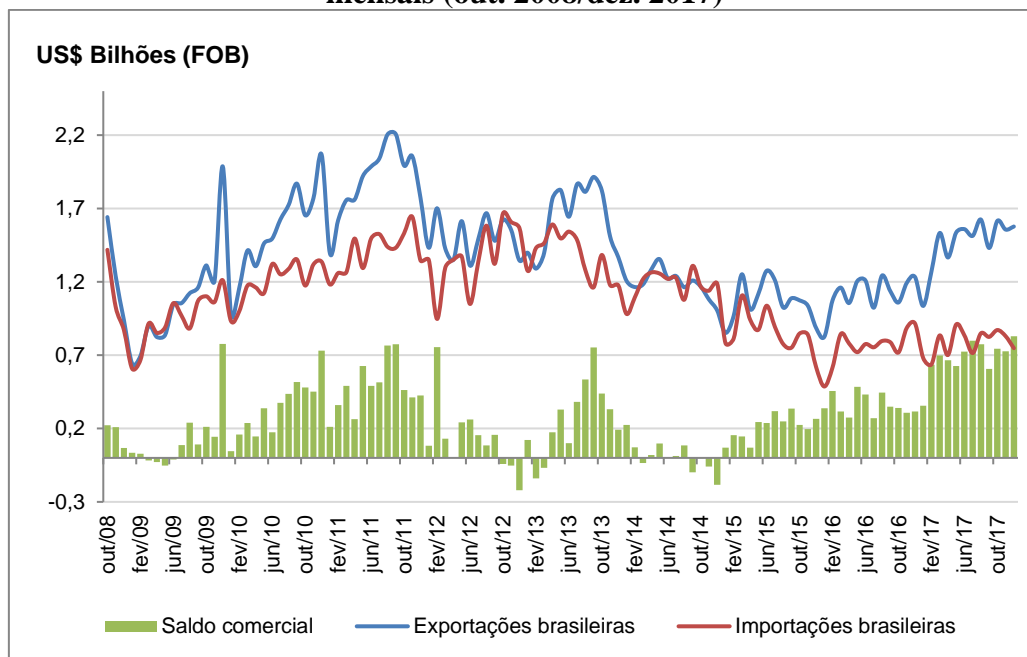
---

<sup>18</sup> Para uma análise da dinâmica da taxa de câmbio em uma economia periférica sob a perspectiva da hierarquia de moedas, conferir De Conti (2011), Andrade e Prates (2013), De Conti, Biancareli e Rossi (2013).

<sup>19</sup> Após o auge da recente crise financeira e econômica mundial, as maiores taxas de crescimento real do PIB da Argentina foram registradas em 2010 (7,5%), 2011 (8,9%) e 2013 (3,5%). Nestes três anos, as exportações brasileiras para o mercado argentino atingiram níveis recordes: US\$ 18,5 bilhões em 2010, US\$ 22,7 bilhões em 2011 e US\$ 19,6 bilhões em 2013 (a média para os anos de 2000 a 2015 foi de US\$ 12,3 bilhões) – valores FOB (*Free on Board*) (MIDC – MINISTÉRIO DA INDÚSTRIA, COMÉRCIO EXTERIOR E SERVIÇOS).

<sup>20</sup> Dados coletados no sítio eletrônico do MIDC.

**Gráfico 3 – Saldo comercial, exportações e importações brasileiras com a Argentina – valores mensais (out. 2008/dez. 2017)**



Fonte: Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC). Elaboração própria.

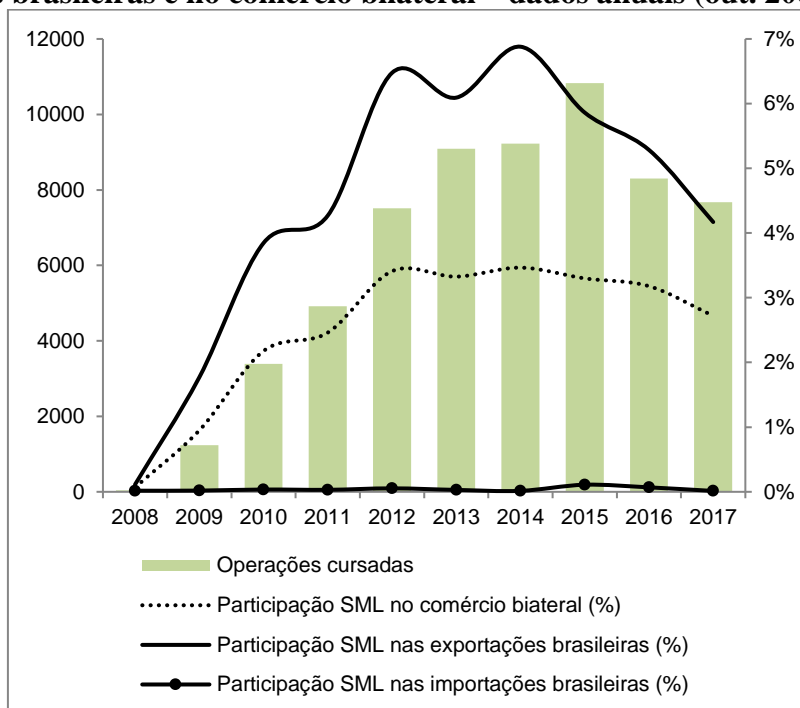
Entre outubro de 2008 e dezembro de 2017, 62.214 operações foram cursadas via SML, as quais canalizaram um montante de US\$ 7,4 bilhões (FOB) (BCB, [s. d.]). Do total das operações, 99,36% corresponderam a vendas brasileiras para o país vizinho, revelando uma concentração quase absoluta do uso do mecanismo em apenas um sentido do comércio bilateral. Segundo Reiss (2013), é errôneo afirmar que os exportadores brasileiros são os que mais usam o SML. Na verdade, como toda transação envolve agentes econômicos de ambos os países (remetente e destinatário), por definição Argentina e Brasil utilizam o sistema na mesma proporção. Não obstante, prevalecem as seguintes questões: Quem estimula o uso do SML, o importador ou o exportador? E por quê?

Segundo Biancareli (2011), a concentração do SML em apenas um lado da corrente de comércio pode ser uma evidência da elevada preferência dos exportadores argentinos pelo recebimento em dólares. Nesse aspecto, deve-se considerar a trajetória de depreciação do peso contra a moeda norte-americana, o que provavelmente incentivou os exportadores da Argentina a optarem pela receita em dólar. Além disso, os controles cambiais adotados pelo governo de Cristina Kirchner em 2011, ao restringirem a aquisição de divisas pelos residentes argentinos, parecem ter influenciado a utilização desproporcional do SML. Na 20ª edição do *Informe Mercosul*, publicado pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), consta que o uso do SML nas importações da Argentina ampliou-se depois da implementação dos controles de câmbio naquele país (BID, 2016).

Pinto e Severo (2011) afirmam que a canalização desequilibrada de recursos no SML é prejudicial, pois reduz o grau de compensação, aumentando, por conseguinte, a necessidade do uso de divisas. De fato, o êxito do sistema de facilitação de pagamentos depende de uma participação equilibrada do mecanismo em ambas as direções do comércio bilateral. Especialistas do mercado financeiro argumentam que esse impasse só será solucionado quando o dólar deixar de ser referência para os dois países e suas moedas se tornarem conversíveis (CUCOLO, 2011). Para tanto, deve-se buscar maior liquidez nos respectivos mercados de câmbio, objetivo normalmente alcançado mediante liberalização e desregulamentação financeira. Contudo, esses analistas negligenciam o fato de que essas reformas liberais podem agravar os problemas oriundos da assimetria monetária no plano internacional. Conforme De Conti (2011), a liquidez de mercado estimula a especulação, preponderantemente pró-cíclica nas nações periféricas, tornando-as ainda mais reféns dos movimentos financeiros globais.

Em termos agregados, o fluxo monetário canalizado pelo SML até dezembro de 2017 representou 4,85% das vendas brasileiras totais para a Argentina no período e apenas 0,04% das operações no sentido contrário. A participação no comércio bilateral foi 2,72%. Observa-se, assim, a existência de uma ampla margem para a expansão das transações via SML. De fato, houve um crescimento moderado ao longo do tempo, cuja dinâmica não é apreendida a partir dos dados consolidados. Uma análise desagregada, por outro lado, evidencia um aumento significativo das operações cursadas anualmente de 2008 a 2015, o que elevou a participação do sistema de facilitação de pagamentos no intercâmbio global entre Brasil e Argentina nesse período<sup>21</sup>. No último trimestre de 2008, a parcela do comércio bilateral circunscrita às operações do SML era aproximadamente 0,07%; em 2012, essa cifra alcançou 3,41%, permanecendo acima de 2,7% nos anos subsequentes, como reportado no Gráfico 4.

**Gráfico 4 – SML Brasil-Argentina: operações cursadas e participação nas exportações/ importações brasileiras e no comércio bilateral – dados anuais (out. 2008/ dez. 2017)**



Fontes: Banco Central do Brasil (BCB) e Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC).  
Elaboração própria.

Nota: Foram contabilizadas as operações cursadas no último trimestre de 2008, já que o SML Brasil-Argentina teve início em outubro daquele ano.

Embora mais favoráveis, as informações desagregadas não invalidam o argumento de que há uma margem considerável para a ampliação do uso do SML. Ademais, nota-se uma queda significativa no número de operações cursadas a partir de 2016, levando a uma redução da participação do sistema no comércio bilateral. É razoável supor que esse resultado seja uma evidência das dificuldades em enfrentar a supremacia do dólar norte-americano e, portanto, a hierarquia de moedas constitui um obstáculo relevante à expansão do mecanismo de facilitação de pagamentos. Desse modo, visualiza-se uma dimensão estrutural na explicação do fraco desempenho do SML: a ordem monetária e financeira global.

Considerando os efeitos positivos da potencial expansão do SML – economia de divisas e integração financeira –, Pinto e Severo (2011) apontam a conveniência da obrigatoriedade do uso de

<sup>21</sup> Importante lembrar que o crescimento ininterrupto das operações até 2015 deu-se de maneira muito desequilibrada, compreendendo um resultado quase exclusivo da ampliação do volume das vendas brasileiras canalizadas pelo SML. A participação anual do mecanismo nas exportações argentinas para o Brasil nunca chegou a superar 0,11%.

moedas locais nas trocas entre Brasil e Argentina. Reiss (2013) vai na direção contrária, afirmando que tal medida adicionaria ineficiências à economia. Para ele, o SML é uma política pública orientada a eliminar restrições às escolhas dos agentes, beneficiando-lhes sob determinadas condições. O sistema é, portanto, vantajoso apenas para uma parcela do intercâmbio bilateral. Torná-lo obrigatório com base na alegação de maior economia de reservas internacionais seria contraproducente. Deve-se levar em conta que o objetivo do mecanismo não é poupar divisas, mas sim possibilitar que importadores e exportadores reduzam seus custos e simplifiquem suas operações, levando ao crescimento do comércio entre os países integrantes, sobretudo pela maior participação de pequenos e médios produtores (DEOS; MENDONÇA; WEGNER, 2013).

Partindo da constatação de que, sob a ótica dos usuários (remetente e destinatário), o SML é viável somente para uma porcentagem das transações totais envolvendo Brasil e Argentina, indaga-se: Qual é o nível ótimo para a eventual utilização desse sistema? Essa é uma questão relevante porque permite avaliar o desempenho da iniciativa de facilitação de pagamentos, identificando seus possíveis avanços e limites. Todavia, não há uma estimativa daquele nível e a tarefa de determiná-la esbarraria em dificuldades quicá intransponíveis. Sendo assim, uma pergunta mais apropriada poderia ser a seguinte: Quais fatores aumentam a probabilidade de uso do SML?

De acordo com Reiss (2013), exportadores com passivos denominados majoritariamente em sua moeda local parecem mais propensos a utilizar o SML, já que o faturamento em sua própria moeda elimina o risco de câmbio em relação à moeda veículo que seria usada caso a remessa financeira fosse canalizada pelo sistema de pagamentos tradicional. Essa inclinação em favor do SML também pode manifestar-se na atuação das empresas que não dependem da importação de insumos ou que mantêm subsidiárias em ambos os países, uma vez que elas são beneficiadas pela redução dos custos financeiros e pela relativa facilidade em mudar a cobertura de uma moeda local para a outra<sup>22</sup>. A vontade do exportador de receber em sua moeda local é outro fator importante. Como visto, a preferência dos exportadores argentinos pela receita em dólar norte-americano – revelando uma provável persistência de se usar essa moeda como reserva de valor mesmo após o fim do *currency board* em 2002 – parece explicar a concentração do uso do SML em uma das direções do intercâmbio bilateral.

Com base nestas reflexões e naquelas realizadas na seção anterior, é lícito considerar que o uso efetivo e/ou potencial do SML mantém correspondência com o perfil das firmas: tamanho, origem do capital, área geográfica e setorial de atuação, padrão de financiamento e estratégias competitivas. O Quadro 1 sintetiza tais conjecturas, delimitando os possíveis determinantes da utilização do sistema de facilitação de pagamentos.

**Quadro 1 – Determinantes da utilização efetiva e/ou potencial do SML Brasil-Argentina**

| SÃO ESTIMULADAS A USAR O SML AS EMPRESAS:   | SÃO ESTIMULADAS A USAR O SISTEMA DE PAGAMENTOS TRADICIONAL AS EMPRESAS:   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>→ De pequeno porte;</li> <li>→ Nas quais possíveis receitas de especulação cambial raramente excedem os custos gerados nos contratos de câmbio;</li> <li>→ Mais avessas ao risco ou que têm um padrão menos financeirizado (menor propensão à busca de ganhos financeiros);</li> <li>→ Cujos passivos são denominados na moeda local;</li> <li>→ Cujas origens do capital é argentina ou brasileira e que mantêm subsidiárias em ambos os países;</li> <li>→ Que não dependem da importação de insumos.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>→ De capital aberto e multinacionais (grandes companhias);</li> <li>→ Pautadas por um padrão financeirizado de gestão e realização dos lucros;</li> <li>→ Dependentes de empréstimos em moeda estrangeira e da importação de insumos;</li> <li>→ Que efetuam seus cálculos de rentabilidade na moeda-chave (dólar norte-americano).</li> </ul> |

Fonte: Elaboração própria.

<sup>22</sup> O SML elimina a possibilidade de o exportador manter seus dólares depositados fora do país para efetuar pagamentos relativos à importação de insumos ou à liquidação de empréstimos externos.

Uma das principais fontes de financiamento das atividades de comércio exterior, o ACC (Adiantamento de Contrato de Câmbio), exige um contrato de câmbio e, portanto, não se aplica ao SML. Por essa razão, Biancareli (2011) salienta a necessidade de se acoplar linhas de crédito em moeda doméstica para os agentes que recorrem ou que potencialmente poderão usar o canal de pagamentos alternativo. Outra medida favorável seria a criação de instrumentos voltados à orientação das empresas quanto à existência do SML, um sistema simplificado e menos oneroso, e aos procedimentos para utilizá-lo. Tais instrumentos são particularmente relevantes para as firmas que estão na iminência de realizar seus primeiros negócios com o mercado do país vizinho, bem como para as micro e pequenas empresas, cujos custos de informação são mais elevados.

Para além da discussão sobre a participação do SML no intercâmbio total envolvendo as duas maiores economias do Cone Sul, deve-se pensar a possibilidade de ampliação da abrangência geográfica do mecanismo, com a inclusão dos demais países da região. No tocante a essa questão, as intenções declaradas são expandir o sistema para o Mercosul, conforme evidenciado nos inúmeros acordos bilaterais celebrados entre as autoridades monetárias dos países integrantes do bloco. Brasil e Uruguai iniciaram a operação de um sistema de pagamentos em moeda local em dezembro de 2014, depois de terem assinado uma carta de intenções ainda em 2009. Encontra-se em fase de regulamentação o convênio firmado em junho de 2015 entre os bancos centrais da Argentina e do Uruguai, assim como os acordos que o Banco Central do Paraguai celebrou com o Banco Central do Uruguai (outubro de 2015) e com o BCB (abril de 2016). Se exitosa, a expansão geográfica do SML tem potencial para aprofundar a cooperação macroeconômica e financeira, reduzindo os efeitos deletérios da hierarquia de moedas sobre o comércio regional.

#### **4. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O presente trabalho partiu de uma determinada visão sobre a inserção das economias periféricas no capitalismo global. Considerou-se que, além de produzir assimetrias financeiras e macroeconômicas desfavoráveis às nações periféricas, a hierarquia de moedas impõe obstáculos às trocas envolvendo aquele conjunto de países. O uso da divisa-chave ou de outras moedas centrais para denominar e liquidar as operações de comércio exterior eleva os custos de transação, dificultando o acesso de pequenos e médios produtores ao mercado estrangeiro. Ademais, dada a necessidade de crédito em moeda forte, a dinâmica das trocas fica atrelada ao ciclo de liquidez internacional. Com base nessa perspectiva, é possível afirmar que a não conversibilidade das moedas locais do Mercosul reduz ganhos de comércio regional, colocando limites ao próprio processo de integração, o que justifica a criação de um sistema de pagamentos alternativo, como é o caso do SML Brasil-Argentina.

A análise da evolução da utilização desse mecanismo aponta um aumento significativo das operações cursadas a cada ano. Todavia, sua participação no intercâmbio total envolvendo as duas maiores economias do Cone Sul permanece muito pequena e concentrada em apenas um dos sentidos das trocas (exportações brasileiras). Apesar do seu desempenho pouco expressivo e de não abranger todos os países integrantes do Mercosul, o SML pode ser visto como uma ferramenta inovadora diante da ausência de desdobramentos práticos das discussões recentes sobre a necessidade de reforma da ordem monetária e financeira internacional<sup>23</sup>. Esse sistema também revela que um acordo regional é capaz de lidar com os problemas comerciais de uma forma distinta daquela presente nas negociações multilaterais no âmbito da Organização Mundial do Comércio (OMC), o que é particularmente relevante no cenário atual marcado pelo impasse da Rodada de Doha (REISS, 2013).

---

<sup>23</sup> Esses debates intensificaram-se com a crise econômica mundial de 2007-09 (UN, 2009; UNCTAD, 2009).

Cabe acrescentar a importância do SML enquanto instrumento de manejo da liquidez externa. Ainda que esta não tenha sido a principal motivação para a criação do sistema<sup>24</sup>, a institucionalidade existente pode ser usada como uma primeira linha de defesa contra as crises financeiras internacionais que eventualmente venham a afetar a periferia, minimizando seus impactos sobre o comércio, as reservas e o nível de atividade produtiva (DEOS; MENDONÇA; WEGNER, 2013). Finalmente, é notável o significado do SML para o desafio de coordenação macroeconômica no Mercosul. Muito embora esse sistema não represente um rompimento com a visão comercial prevaiente no processo de integração – pelo contrário, sua implantação baseou-se no aumento potencial do comércio bilateral daí resultante –, ele incentivou a coordenação financeira entre Argentina e Brasil, interligando seus sistemas nacionais de pagamentos e aumentando as transações diretas entre o peso e o real.

## REFERÊNCIAS

AIZENMAN, J.; LEE, Y.; RHEE, Y. International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations and a case study of Korea. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, n. 10534, jun. 2004. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10534.pdf>>.

ANDRADE, R. P.; PRATES, D. M. Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, n. 3, p. 399-416, Spring 2013.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema de Pagamentos em Moeda Local**. [s. d.]. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/SML>>. Acesso em: set. 2016.

BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, J. S. G. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BIANCARELI, A. M. O Brasil e a integração na América do Sul: iniciativas para o financiamento externo de curto prazo. **Texto para Discussão IPEA**, Rio de Janeiro: Instituto de Economia Aplicada, n. 1589, mar. 2011. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_1589.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1589.pdf)>.

BID. Informe Mercosul Nº 20. **Nota técnica do BID**, Buenos Aires: Instituto para a Integração da América Latina e do Caribe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, n. 876, jan. 2016. Disponível em: <<https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/7280/Informe-MERCOSUL-20-Segundo-Semestre-2014-Primeiro-Semestre-2015.pdf?sequence=4>>.

BRAGA, J. C. S. **A Temporalidade da Riqueza: uma contribuição à teoria da dinâmica capitalista**. 1985. 414 f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1985.

\_\_\_\_\_. Financeirização Global. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Rio de Janeiro: Vozes, 1997, p. 195-242.

CARDOSO DE MELLO, J. M. Prólogo: A contra-revolução liberal-conservadora e a tradição crítica latino-americana. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Orgs.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1997, p. 15-24.

---

<sup>24</sup> Segundo Biancareli (2011), no momento da implantação do SML, a escassez de reservas cambiais ou o custo proibitivo do financiamento externo não eram problemas que restringiam de maneira permanente o comércio no Cone Sul.



CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. In: CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: UNESP, 2002.

\_\_\_\_\_. Globalização e inconversibilidade monetária. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 4, p. 539-556, out./dez. 2008.

CEPAL. **Economic Survey of Latin America 1949**. New York: United Nations, Department of Economic Affairs, 1951.

CHAGAS, L.; BAUMANN, R. Integração monetária no Mercosul: ganhos com menores custos de transação? **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 11, n. 1, p. 95-111, jan./mar. 2007.

CUCOLO, E. Comércio ‘sem dólar’ entre Brasil e Argentina patina. **Estadão**, São Paulo, 26 dez. 2011. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral/comercio-sem-dolar-entre-brasil-e-argentina-patina-imp-.815318>>. Acesso em: set. 2016.

CUNHA, A. M. Integração monetária e financeira em condições periféricas: as experiências recentes da Ásia e da América Latina. **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 3, n. 5, p. 179-212, dez. 2008.

DATHEIN, R. Mercosul: antecedentes, origem e desempenho recente. **Economia**, Curitiba, v. 31, n. 1(29), p. 7-40, jan./jun. 2005.

DECLARAÇÃO do Iguazu. 30 novembro 1985. Disponível em: <[http://dai-mre.serpro.gov.br/atos-internacionais/bilaterais/1985/b\\_74/](http://dai-mre.serpro.gov.br/atos-internacionais/bilaterais/1985/b_74/)>.

DE CONTI, B. M. **Política cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas**. 2011. 216 f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

\_\_\_\_\_; BIANCARELI, A. M.; ROSSI, P. **Currency hierarchy, liquidity preference and exchange rates: a Keynesian/minskyan approach**. Congrès de l’Association Française d’Économie Politique, Université Montesquieu Bordeaux IV, France, 2013.

DEOS, S. S.; MENDONÇA, A. R. R.; WEGNER, R. C. Cooperação financeira no Mercosul e o financiamento do investimento. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 23, n. 1, p. 155-184, jan./abr. 2013.

DOSTALER, G. **Keynes and his battles**. Cheltenham: Northampton: Edward Elgar, 2007.

EINCHENGREEN, B. **Reconstructing Europe’s Trade and Payments: The European Payments Union**. Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1993.

FIORI, J. L. (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999.

FLASSBECK, R. The exchange rate: economic policy tool or market price? **UNCTAD Discussion Papers**, Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, n. 157, nov. 2001. Disponível em: <[http://unctad.org/en/docs/dp\\_157.en.pdf](http://unctad.org/en/docs/dp_157.en.pdf)>.

GOYAL, A. Payment systems to facilitate South Asian intra-regional trade. **ESCAP Development Papers**, New Delhi: United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific, n. 1403, set. 2014. Disponível em: <[http://www.unescap.org/sites/default/files/Development%20Paper\\_1403.pdf](http://www.unescap.org/sites/default/files/Development%20Paper_1403.pdf)>.

KEYNES, J. M. Proposals for an International Clearing Union. In: MOGGRIDGE, D. (Ed.). **Activities 1940-1944: shapping the Post-War World, the Clearing Union**. The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XXV. London: Macmillan, 1980, p. 168-195.

KRUGMAN, P. The international role of the dollar: theory and prospects. In: KRUGMAN, P. **Curriencies and crises**. Cambridge: MIT Press, 1995, p. 165-183.

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.

MEDEIROS, C. A. Os dilemas da integração sul-americana. **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 3, n. 5, p. 213-254, dez. 2008.

NOZAKI, W. V. Moedas nacionais e reservas internacionais: relações monetário-financeiras entre centro e periferia no início do século XXI. **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 10, p. 167-188, jan./jun. 2012.

OATLEY, T. H. Multilateralizing Trade and Payments in Postwar Europe. **International Organization**, v. 55, n. 4, p. 949-969, Autumn 2001.

PINTO, L. F. S.; SEVERO, L. W. O Sistema de Pagamentos em Moeda Local e suas potencialidades para o Mercosul. **Boletim de Economia e Política Internacional**, n. 5, p. 81-85, jan./mar. 2011.

PRATES, D. M. **Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa**. 2002. 206 f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

\_\_\_\_\_; CINTRA, M. A. M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. **Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, 2008, p. 175-199.

REISS, D. G. Reduzindo custos de comércio no Mercosul. **Revista Tempo do Mundo**, v. 5, n. 1, p. 137-151, abr. 2013.

\_\_\_\_\_. **Ensaio sobre a internacionalização da moeda**. 2015. 133 f. Tese (Doutorado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2015.

RODRIK, D. The social cost of foreign exchange reserves. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, n. 1195, jan. 2006. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11952>>.

TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Orgs). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1997.

UN – UNITED NATIONS. **Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System**. New York: United Nations, 2009. Disponível em: <[http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport\\_CoE.pdf](http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf)>.

UNCTAD. **Trade and Development Report, 2009**. New York and Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2009. Disponível em: <[http://unctad.org/en/docs/trd2009\\_en.pdf](http://unctad.org/en/docs/trd2009_en.pdf)>.

\_\_\_\_\_. **Regional monetary cooperation and growth-enhancing policies: the new challenges for Latin America and the Caribbean.** New York and Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2011. Disponível em: <[http://www.lai.fu-berlin.de/homepages/fritz/publikationen/UNCTAD\\_2011.pdf](http://www.lai.fu-berlin.de/homepages/fritz/publikationen/UNCTAD_2011.pdf)>.

VEIGA, P. M.; RIOS, S. P. O regionalismo pós-liberal na América do Sul: origens, iniciativas e dilemas. **Serie Comércio Internacional CEPAL**, Santiago de Chile: Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe, n. 82, jul. 2007. Disponível em: <[http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/4428/S2007612\\_pt.pdf](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/4428/S2007612_pt.pdf)>.