

114680019

*Ensaio* BNDES

8

ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS - TEORIA, UN  
F-6798

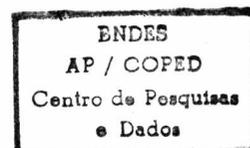


114680019

AP/COPEL

**ÁREAS MONETÁRIAS  
ÓTIMAS:  
TEORIA, UNIFICAÇÃO  
MONETÁRIA EUROPÉIA  
E APLICAÇÕES  
PARA O MERCOSUL**

Francisco José Zagari Rigolon  
Fabio Giambiagi\*



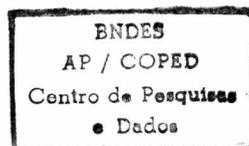
\*Economistas do BNDES.

Rio de Janeiro, setembro - 1998

---

## **Sumário**

Resumo. . . . .	5
Abstract . . . . .	5
1. Introdução . . . . .	7
2. Teoria das Áreas Monetárias Ótimas: A Contribuição de Mundell . . . . .	8
3. Custos e Benefícios da Unificação Monetária. . . . .	11
3.1. Benefícios da Unificação Monetária. . . . .	11
3.2. Custos da Unificação Monetária . . . . .	12
3.3. Um Balanço de Custos e Benefícios: Quando uma Unificação Monetária É Desejável?. . . . .	13
4. Da Teoria à Prática: A Unificação Monetária Européia. . . . .	15
4.1. Antecedentes e Motivações . . . . .	15
4.2. O Tratado de Maastricht . . . . .	16
4.3. Perspectivas do Euro. . . . .	21
5. Bases para a Unificação Monetária no Mercosul . . . . .	22
5.1. Integração e Coordenação Macroeconômica no Mercosul. . . . .	22
5.2. Fundamentos para uma Visão Otimista da Unificação Monetária no Mercosul . . . . .	24
5.3. Requisitos para a Unificação Monetária no Mercosul . . . . .	25
Referências Bibliográficas . . . . .	30



---

## **Resumo**

Este artigo apresenta um *survey* da literatura sobre áreas monetárias ótimas (*optimum currency areas*). Mostra-se a evolução do debate teórico sobre o tema e discute-se o caso concreto da adoção do euro. À luz da teoria e dos fatos recentes na Europa, comenta-se a proposta – mencionada oficialmente em 1998 pelos presidentes dos Estados membros do Mercosul – de que, em algum momento no futuro, os países da região venham a unificar suas moedas. Conclui-se que tal proposta faz sentido como o último estágio de um processo de integração, mas que sua concretização provavelmente exigirá um prazo longo – entre 15 e 20 anos – e estará condicionada ao cumprimento de uma série de pré-requisitos.

## **Abstract**

This paper presents a survey of the literature on optimum currency areas. The theoretical debate on the issue is exposed and the adoption of the “euro” is discussed. Based on the theory and on the recent European case, some comments are made on the proposal of a currency union among the countries of Mercosul, officially mentioned by the presidents of the region in 1998. It is concluded that such proposal makes sense as the final step of an integration process, but it will take a long time – probably within 15 and 20 years – to transform it into reality, which will be conditioned to the fulfilling of several requirements.

---

“So much barbarism, however, still remains in the transactions of the most civilized nations that almost all independent countries choose to assert their nationality by having, to their inconvenience and that of their neighbours, a peculiar currency of their owns.” (John Stuart Mill.)

## **1. Introdução**

A discussão sobre áreas monetárias ótimas (AMOs) é um tema tradicional de finanças internacionais. Após o artigo original de Mundell (1961) e as contribuições de McKinnon (1963) e Kenen (1969), travou-se um amplo debate sobre o assunto que, de certa forma, influenciou as idéias pioneiras sugerindo uma eventual unificação monetária na Europa.<sup>1</sup>

Desde a ruptura do acordo de Bretton Woods, desenvolveu-se uma preocupação com a estabilidade cambial na Europa. Foi nesse contexto que, em 1970, o primeiro-ministro de Luxemburgo, Pierre Werner, apresentou o Relatório Werner, primeira proposta concreta de integração monetária na Europa e, em certo sentido, precursora do Tratado de Maastricht. Elementos do Relatório Werner foram posteriormente incorporados nas experiências da *Serpente Européia*, de 1972, e do Sistema Monetário Europeu, criado em 1979.

Os choques de oferta dos anos 70 e os padrões divergentes de inflação e de desemprego nos países europeus que se seguiram a eles impediram, no entanto, que os esforços de integração se estendessem muito além das questões de comércio. Posteriormente, com os avanços na formação do mercado comum, particularmente a assinatura do Single European Act, de 1986, que comprometeu os países da Comunidade Européia com a finalização de um mercado comum em 1992, a proposta de unificação monetária voltou a ganhar impulso. Nesse mesmo ano de 1992 foi oficialmente ratificado o Tratado de Maastricht, que detalhou a transição para a moeda única. Em 1999, a integração monetária na Europa será efetivamente iniciada.

No caso do Mercosul, o aprofundamento da integração comercial e o sucesso dos programas de estabilização nos seus principais países membros vêm incentivando o aparecimento de propostas sugerindo que a integração produza, no limite, uma unificação monetária entre os países da região [Giambiagi (1997) e Lavagna e Giambiagi (1998)]. No meio acadêmico, outros traba-

---

1 Um *survey* sobre a teoria tradicional de áreas monetárias ótimas encontra-se em Ishiyama (1975).

---

lhos também analisam esta possibilidade, como, por exemplo, Fernández-Castro (1997), Licandro-Ferrando (1996) e Rubini (1998). Recentemente, tais propostas ultrapassaram os limites da academia e ganharam uma conotação oficial, com a menção feita na declaração dos presidentes na reunião de Ushuaia (1998), onde se afirma que “o processo de aprofundamento da união aduaneira deve ser enriquecido com novas iniciativas ... que poderiam facilitar no futuro a adoção de uma moeda única no Mercosul”.

O objetivo deste artigo é discutir a possibilidade de integração monetária no Mercosul, à luz da teoria sobre AMOs e da experiência de unificação monetária na Europa. Para isso, foi elaborado um *survey* da literatura sobre o tema, com base no qual se desenvolvem algumas reflexões sobre a viabilidade ou não de que Argentina, Brasil, Uruguai e Paraguai venham a adotar, no futuro, uma moeda única. Em síntese, o “valor agregado” que se pretende gerar com o artigo é o de: a) organizar os argumentos de um debate bastante avançado no exterior, mas a respeito do qual praticamente não há referências na literatura brasileira; e b) contribuir para subsidiar a discussão sobre um tema – a unificação monetária no Mercosul – ainda bastante incipiente no Brasil e para a qual é desejável que se conte com um referencial teórico bem definido.

O trabalho foi organizado em quatro seções, além desta introdução: a Seção 2 descreve a contribuição original de Mundell à teoria das AMOs; a Seção 3 resume os desenvolvimentos teóricos posteriores, com foco na comparação entre os custos e os benefícios da unificação monetária; os principais elementos e as perspectivas da integração monetária na Europa são estudados na Seção 4; e, finalmente, a Seção 5 avalia se é desejável que a região do Mercosul avance na direção de uma unificação monetária ao longo das próximas duas décadas e destaca os principais problemas a serem superados na transição para a unificação.

## **2. Teoria das Áreas Monetárias Ótimas: A Contribuição de Mundell**

Mundell (1961) foi o primeiro a sugerir a criação de AMOs como arranjos destinados a aumentar a eficácia dos regimes cambiais. Segundo ele, taxas flexíveis de câmbio seriam mais efetivas para ajustar desequilíbrios externos e domésticos se a base geográfica das moedas pudesse ser redefinida. Seu argumento foi construído a partir de um exemplo hipotético de um choque de demanda entre duas regiões, denominadas A e B, cada uma delas especializada na produção de um bem.

---

Suponha-se que a demanda desloca-se do produto da região B para o produto da região A, gerando desemprego em B e inflação em A. Com salários nominais rígidos, movimentos na taxa de câmbio são usados para alterar os salários reais e restaurar os níveis de equilíbrio do emprego, dos preços e do balanço de pagamentos. Se as regiões A e B coincidem geograficamente com os países A e B, uma desvalorização no país B e uma valorização no país A eliminam o desemprego em B e a inflação em A.

No entanto, se as regiões distribuem-se entre os países A e B, mas não coincidem geograficamente com eles, a política ficará sujeita a um dilema. Caso os bancos centrais de ambos os países decidam expandir a oferta de moeda para corrigir o desemprego em B, a inflação em A persistirá. Se, alternativamente, contraírem a oferta de moeda para reduzir a inflação em A, eles não conseguirão eliminar o desemprego em B. Neste caso, dadas as moedas nacionais, taxas de câmbio flexíveis seriam efetivas apenas para equilibrar o balanço de pagamentos entre os dois países, mas não para estabilizar simultaneamente a inflação e o nível de emprego.

No fundo, o argumento de Mundell sobre AMOs baseia-se na crença de que as taxas de câmbio flexíveis somente recuperariam sua eficácia para estabilizar o emprego e a inflação se as moedas nacionais pudessem ser adequadamente reorganizadas em moedas regionais. E como delimitar a AMO, ou seja, a base geográfica ideal das moedas regionais? Com salários nominais rígidos, apenas a mobilidade geográfica do trabalho, na visão de Mundell, seria capaz de substituir a taxa de câmbio como instrumento de ajuste. Por isso, no seu entendimento, as AMOs deveriam ser caracterizadas por substancial mobilidade do trabalho.

A qualidade da moeda, contudo, também seria importante para a delimitação de AMOs [Mundell (1961)]. Áreas monetárias muito pequenas não seriam desejáveis, já que um número elevado de moedas aumentaria os custos de conversão e de informação e reduziria a qualidade da moeda. Além disso, uma pequena área monetária implicaria um mercado cambial estreito, vulnerável à ação de especuladores. Portanto, a delimitação de AMOs deveria avaliar o *trade-off* entre a mobilidade do trabalho e o tamanho da área. No limite, “the optimum currency area is the world” [Mundell (1997, p. 36)].<sup>2</sup>

Suponha-se agora que, no exemplo anterior, as duas regiões pertençam a um mesmo país e que a mobilidade inter-regional do trabalho seja baixa. A solução para minimizar os custos do ajuste, de acordo com a teoria das AMOs, seria que cada uma das regiões adotasse sua própria moeda. Deste modo, movimentos na taxa de câmbio seriam capazes de ajustar os níveis de salários reais e de estabilizar o emprego, a inflação e o balanço de pagamentos entre as regiões. Todavia, tal arranjo – duas

---

2 Evidentemente, a concretização desta idéia está sujeita a uma série de restrições práticas e políticas.

---

moedas diferentes dentro de um mesmo país – seria de difícil aplicação na prática. Mas, da mesma forma que um país tem uma única moeda, mesmo com mobilidade imperfeita do trabalho, Mundell defendeu a unificação das moedas de diferentes países com estruturas econômicas semelhantes como uma estratégia para aprofundar os processos de integração [Mundell (1997, p. 43-44)].<sup>3</sup> Segundo ele, um país teria, dentre outros, os seguintes motivos para *não participar* de uma união monetária:

a) a inflação preferida pelo país é diferente da inflação da área monetária;

b) o país prefere usar a taxa de câmbio como instrumento para afetar o emprego, os salários reais e o balanço de pagamentos; e

c) o país deseja usar a expansão monetária ou o imposto inflacionário para financiar os gastos públicos.

Simultaneamente, o mesmo país teria os seguintes motivos para *participar* de uma união monetária:

a) a inflação na união monetária será mais baixa;

b) os custos de transação serão reduzidos;

c) a paridade do poder de compra com os parceiros da união monetária será mantida;

d) o poder discricionário das autoridades monetárias e fiscais será atenuado;

e) a incerteza cambial será reduzida;

f) os efeitos de choques serão distribuídos pelos participantes da união monetária;

g) a integração regional será intensificada;

h) o poder político, econômico e estratégico da região aumentará; e

i) as políticas monetária e fiscal domésticas serão disciplinadas pela política monetária da união.

Estes motivos incorporam parte do avanço significativo da literatura sobre AMOs observado desde a contribuição original de

---

3 Nesta conferência, reproduzida em Blejer *et alii* (1997), Mundell descreve, 35 anos depois, a gênese das idéias de seu artigo seminal, faz um balanço dos custos e benefícios da unificação monetária e relata suas impressões sobre a experiência européia de unificação. Sua posição sobre a unificação monetária pode ser sintetizada na seguinte frase: "I could not see why countries in the process of forming a common market should saddle themselves with a new barrier to exchange in the form of uncertainty about exchange rates" [Mundell (1997, p. 29)].

---

Mundell. A Seção 3, em seguida, apresenta uma breve revisão destes desenvolvimentos teóricos, enquanto a Seção 4 mostra como eles se traduziram no movimento em direção à unificação monetária européia.

### **3. Custos e Benefícios da Unificação Monetária**

---

#### **3.1. Benefícios da Unificação Monetária**

Por que um grupo de países decide adotar uma moeda única? Provavelmente porque, para cada um deles, os benefícios da unificação monetária superam os custos de renunciar às moedas domésticas. Neste sentido, uma AMO pode ser definida como uma região na qual os benefícios da moeda única são maiores do que os custos de abandonar as políticas monetária e cambial domésticas.<sup>4</sup>

Os principais benefícios da unificação monetária podem ser resumidos da seguinte forma:

a) A união monetária aumenta a *credibilidade* da política monetária e reduz o viés inflacionário das políticas domésticas. Dada a rigidez de preços e salários, os bancos centrais têm incentivo em promover surpresas inflacionárias para aumentar o nível de atividade, financiar déficits orçamentários, equilibrar o balanço de pagamentos ou amortizar a dívida pública. Entretanto, como os agentes econômicos antecipam estes incentivos, as políticas freqüentemente produzem apenas um viés inflacionário. Já em uma união monetária, o incentivo do banco central unificado em recorrer à inflação como instrumento de política será estritamente menor do que o da maioria dos bancos centrais nacionais, o que beneficiará os países com histórico de inflações mais elevadas. Em outras palavras, a união monetária “amarra as mãos” dos *policy-makers* e permite que eles “importem” credibilidade do país com maior reputação antiinflacionária [Giavazzi e Pagano (1988) e Alesina e Grilli (1992)].<sup>5</sup>

b) A moeda única elimina a *incerteza cambial*. Na medida em que esta inibe os fluxos de comércio e de investimento, a unificação monetária tende a estimular a integração comercial, o investimento e o crescimento econômico. No entanto, a evidência empírica sobre a magnitude destes efeitos não é conclusiva.

---

4 Para uma síntese dos principais custos e benefícios da unificação monetária, ver Obstfeld e Rogoff (1996, p. 632-634).

5 Se apenas este benefício fosse considerado, o país com maior credibilidade antiinflacionária seria indiferente entre ingressar ou não em uma união monetária. Para este país, a participação só será vantajosa se os demais benefícios da unificação superarem os custos de renunciar à política monetária doméstica.

---

Frankel (1992), por exemplo, estudou os determinantes do volume de comércio entre os países desenvolvidos e concluiu que o impacto da incerteza cambial é pequeno: a duplicação do desvio-padrão da taxa de câmbio real reduz o volume de comércio em apenas 0,7%. Bevilaqua (1997) mostrou um impacto significativo, porém pequeno, da volatilidade da taxa de câmbio real sobre os fluxos de comércio no Mercosul. De Grauwe (1994) sugeriu que a unificação monetária poderá ser ineficaz para remover os efeitos da incerteza cambial. Segundo ele, a volatilidade cambial é endógena e poderá ser absorvida, após a união monetária, por outras variáveis, como a taxa de juros. Não obstante todas estas qualificações, a Comissão das Comunidades Europeias estimou que a eliminação do risco cambial reduzirá as taxas de juros reais em 0,5 ponto percentual e aumentará o produto potencial da Comunidade Européia entre 5% e 10% [European Commission (1990)].

c) A eliminação da incerteza cambial diminui as *resistências das indústrias domésticas à integração comercial*. De fato, se as indústrias nacionais, pressionadas pela remoção das barreiras comerciais, perceberem que sua competitividade pode ser adicionalmente afetada por súbitas oscilações da taxa de câmbio, a resistência à criação de um mercado comum pode ser significativa. Neste sentido, motivações de economia política apóiam a unificação monetária como um corolário da integração econômica [Eichengreen (1993)].

d) A instituição de uma moeda única reduz os *custos de transação* e de conversão de moedas e as ineficiências a eles associadas. Em particular, os fatores previamente alocados nestas atividades ficam disponíveis para usos mais eficientes. No caso da União Monetária Européia (UME), a economia em custos de transação foi estimada em mais de 15 bilhões de euros por ano ou cerca de 0,5% do PNB da Comunidade Européia [European Commission (1990)].

### **3.2. Custos da Unificação Monetária**

Uma união monetária não é desprovida de custos. Os países que nela ingressam perdem a capacidade de usar as políticas monetária e cambial domésticas para responder aos efeitos de choques no produto, na inflação e no balanço de pagamentos. A magnitude dos custos depende da natureza dos choques, da disponibilidade de instrumentos alternativos de ajuste e do grau de abertura das economias.

Os custos de abandonar as políticas domésticas serão mais elevados nos países com estruturas industriais ou de exportação muito divergentes e, portanto, sujeitos a choques assimétricos com relação aos demais participantes. Sob o ponto de vista destes países, a resposta da política monetária em termos de estabilização do produto será insuficiente no caso de uma

---

recessão mais pronunciada do que na média da união e excessiva no caso de uma recessão mais branda. Quanto mais assimétricos forem os choques em um país com relação à média da união, mais inadequada será a resposta da política monetária aos efeitos dos choques. No caso extremo de correlação negativa perfeita entre os choques, o banco central poderá aumentar a taxa de juros quando um dos países estiver em recessão e reduzi-la quando ele estiver em expansão.

Os custos de renunciar às políticas domésticas podem ser reduzidos pela disponibilidade de instrumentos alternativos de ajuste. Uma alta mobilidade do trabalho ou um mecanismo centralizado de transferências fiscais podem atenuar os efeitos de respostas distorcidas aos choques [Mundell (1961) e Kenen (1969)]. No entanto, a capacidade de tais instrumentos substituírem as políticas monetária e cambial domésticas foi fortemente questionada. Na Europa, por exemplo, é provável que a flexibilidade dos salários reais e a mobilidade do trabalho aumentem com a integração econômica e monetária, mas dificilmente atingirão os níveis observados nos Estados Unidos [Eichengreen (1993)]. Também na Europa, a descentralização orçamentária foi mantida, com as políticas fiscais domésticas ficando sujeitas aos procedimentos para déficits excessivos do Tratado de Maastricht.

O grau de abertura das economias também afeta os custos das áreas monetárias. McKinnon (1963) argüiu que a efetividade e a eficiência da taxa de câmbio para corrigir desequilíbrios externos diminuem com a abertura. Em economias abertas, os preços e os salários domésticos são fortemente indexados ao câmbio, o que diminui a capacidade de que a taxa de câmbio possa afetar os preços relativos e aumenta os custos inflacionários das desvalorizações. Portanto, *coeteris paribus*, quanto maior for o grau de abertura da economia, menor será o custo de abandonar a política cambial doméstica e ingressar em uma união monetária.<sup>6</sup>

### **3.3. Um Balanço de Custos e Benefícios: Quando uma Unificação Monetária É Desejável?**

A discussão acima permite selecionar critérios importantes para a delimitação de AMOs. Em geral, uma área monetária será ótima ou não de acordo com as seguintes relações entre os países participantes: a) o grau de integração comercial; b) a simetria dos ciclos econômicos; c) o grau de mobilidade do trabalho; e d) a convergência da inflação e de outras variáveis macroeconômicas. A princípio, economias mais integradas, com ciclos econômicos simétricos, alta mobilidade do trabalho e convergência de indicadores macroeconômicos relevantes teriam

---

6 Para uma qualificação do argumento de McKinnon, ver Ricci (1997) e Gros e Steinherr (1997).

---

mais a ganhar com a formação de uma área monetária e, portanto, apresentariam maiores chances de constituir uma AMO.

Dados os critérios teóricos e o avanço da proposta de unificação monetária na Europa, diversos pesquisadores tentaram avaliar até que ponto a UME constituiria uma AMO. Bayoumi e Eichengreen (1997), por exemplo, construíram índices de AMO para países europeus a partir de dados sobre a assimetria dos choques, a integração comercial e o tamanho das economias (como *proxy* para o papel da moeda como meio de troca). Três grupos de países foram identificados: os ajustados para a AMO (Alemanha, Áustria, Bélgica, Holanda, Irlanda e Suíça); aqueles em convergência para a AMO (Suécia, Itália, Grécia, Portugal e Espanha); e, finalmente, aqueles com baixa convergência para a AMO (Reino Unido, Dinamarca, Finlândia, Noruega e, surpreendentemente, França).<sup>7</sup>

Frankel e Rose (1996 e 1997), no entanto, argüiram que estes procedimentos de medida não seriam adequados, porque os critérios para a delimitação de uma AMO são endógenos. Isto significa que a condição ótima de uma área monetária não pode ser avaliada com base em dados históricos, já que a estrutura das economias participantes provavelmente mudará com a integração monetária. Qualquer estimativa econométrica usando bases de dados anteriores à unificação estaria sujeita à crítica de Lucas.

Estes autores foram mais além e testaram a endogeneidade de dois critérios importantes para a determinação de uma AMO: o grau de integração comercial e a simetria dos ciclos econômicos. Usando dados de comércio bilateral e de ciclos econômicos para 20 países industrializados em um período de 30 anos, eles concluíram que o aumento da integração reduz a assimetria dos ciclos econômicos entre os países. Historicamente, maior integração tem produzido ciclos mais sincronizados.

Este resultado leva a diversas conclusões sobre as perspectivas de áreas monetárias. O aprofundamento da integração comercial aumenta a correlação dos ciclos econômicos e, simultaneamente, amplia os benefícios e reduz os custos da unificação monetária, a qual, por sua vez, estimula a integração comercial e, conseqüentemente, aumenta a simetria dos ciclos. Por um lado, estes resultados apóiam a percepção de que *a união monetária e a integração comercial podem produzir um círculo virtuoso* e, por outro, aumentam a probabilidade de que um país venha a satisfazer os critérios de entrada em uma AMO *ex post*, mesmo que não o faça *ex ante*.

---

7 No caso da França, o indicador sinaliza que as características estruturais e de desempenho cíclico de sua economia seriam inconsistentes com um nível elevado de estabilidade bilateral da taxa de câmbio com relação à Alemanha, o que dificultaria a adaptação da economia francesa à UME. Segundo os autores, considerações de ordem política poderiam estar, portanto, influenciando o interesse francês em participar da UME.

---

## 4. Da Teoria à Prática: A Unificação Monetária Européia

---

Em 10 de dezembro de 1991, no Encontro de Cúpula de Maastricht, os Estados membros da Comunidade Européia assinaram o Tratado de Maastricht, ratificado oficialmente em 1992. Através dele, países com políticas monetárias independentes concordavam em instituir uma união monetária e criar um banco central comum, responsável pela política monetária desta união e pela emissão da moeda única.

O objetivo desta seção é discutir os principais elementos desta iniciativa e tentar antecipar algumas de suas prováveis conseqüências.

### 4.1. Antecedentes e Motivações

A busca da estabilidade cambial na Europa intensificou-se após a ruptura do sistema de Bretton Woods. Já em 1970 o Relatório Werner propôs a formação de uma união monetária ao final de 10 anos. Elementos deste Relatório foram implementados em março de 1972, quando os países da Comunidade Européia instituíram bandas cambiais bilaterais de 2,25% (a *Serpente Européia*). Este arranjo, porém, foi rompido após o primeiro choque do petróleo (1973), quando flutuações nas taxas de desemprego dos diversos países foram acompanhadas por movimentos divergentes das taxas de câmbio.

Em 1979, foi criado o Sistema Monetário Europeu (SME), visando à estabilização das taxas de câmbio dos países participantes e que pelo menos até o início da década de 90 assegurou a estabilidade cambial, mesmo na presença de taxas de inflação divergentes. Boa parcela deste sucesso pode ser creditada aos controles de capitais e à flexibilidade do mecanismo cambial [Froot e Rogoff (1991) e Eichengreen (1993)].

O impulso para a unificação monetária foi renovado após a assinatura do Single European Act (1986), que comprometeu os membros da Comunidade Européia com a finalização de um mercado integrado de bens e de fatores até o final de 1992. Em 1988, foi criado um comitê, presidido pelo representante francês, Jacques Delors, com o objetivo de propor “estágios concretos” para a criação da UME [Kenen (1995)].<sup>8</sup> Mas por que a unificação monetária foi escolhida como complemento da integração econômica? Afinal, pelo menos em princípio, os principais benefícios da integração poderiam ser alcançados sob taxas de câmbio flexíveis [Eichengreen (1993)].

---

8 As recomendações deste comitê, reunidas no Relatório Delors, serviram de base para a elaboração do Tratado de Maastricht.

---

Em diversos sentidos, econômicos ou políticos, a unificação monetária foi escolhida porque era a melhor alternativa disponível diante dos desenvolvimentos observados na Comunidade Européia.<sup>9</sup> Primeiro, a opção por taxas fixas ou a simples manutenção do SME ficariam comprometidas com a livre mobilidade de capitais inerente à finalização do mercado comum. Em particular, os custos de defender as paridades cambiais de eventuais ataques especulativos seriam muito elevados.<sup>10</sup> Segundo, taxas flexíveis aumentariam a resistência das indústrias domésticas à integração e intensificariam as demandas por proteção. Terceiro, a análise de custo-benefício de AMOs, apresentada na seção anterior, parece favorecer a adoção da moeda única na Europa. Bayoumi e Eichengreen (1997), por exemplo, mostraram que um núcleo significativo de países na região já atende aos requisitos de uma AMO. Frankel e Rose (1996 e 1997) reforçaram este resultado argüindo que a probabilidade de que os países constituam uma AMO é maior *ex post* do que *ex ante*. Adicionalmente, é provável que a manutenção da estabilidade dos preços após a introdução da moeda única, juntamente com a remoção da incerteza cambial e a redução dos custos de transação, contribua significativamente para o aumento do investimento e do crescimento econômico na região.<sup>11</sup>

#### 4.2. O Tratado de Maastricht

O Relatório Delors (1989) apresentou uma estratégia gradualista para a unificação monetária, que foi aceita formalmente no Encontro de Cúpula de Maastricht (1991). No Estágio 1, iniciado em julho de 1990, foram removidos os controles de capitais mais importantes e aumentada a independência dos bancos centrais domésticos. No Estágio 2, iniciado em janeiro de 1994, foi criado o Instituto Monetário Europeu (IME), para reforçar a cooperação monetária entre os bancos centrais e funcionar como uma espécie de precursor do Banco Central Europeu (BCE). Em 1998, o Conselho de Ministros da Comunidade Européia definiu a composição da união monetária, com base nos critérios de convergência de Maastricht.<sup>12</sup> Também em 1998, foi escolhida a diretoria do BCE. No Estágio 3, a iniciar-se em janeiro de 1999, as taxas de câmbio serão fixadas irreversivelmente, e o BCE

---

9 Para uma introdução às motivações políticas da UME, ver Cameron (1992), Garrett (1993) e Sandholtz (1993), citados em Eichengreen (1993). Ver também Cohen (1993) e Gletschmann (1997).

10 Para o detalhamento deste argumento, ver Obstfeld e Rogoff (1995). As crises cambiais de 1992/93 no âmbito do SME mostraram claramente os riscos de manutenção deste sistema com mobilidade de capitais.

11 Sobre a importância da estabilidade dos preços para o crescimento econômico, ver Fischer (1995).

12 Os primeiros países a ingressar na UME serão Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal, que, juntamente com Reino Unido, Dinamarca, Suécia e Grécia, fazem parte da União Européia. Reino Unido e Dinamarca preferiram adiar sua eventual entrada na união monetária, enquanto que Suécia e Grécia ainda não respeitam os critérios estabelecidos no Tratado de Maastricht. É possível que a entrada de um número significativo de países na união monetária já num primeiro momento aumente as chances de sua ampliação no futuro. Sobre as restrições à expansão da união monetária, ver Alesina e Grilli (1993).

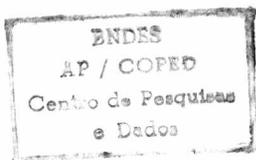
assumirá a responsabilidade pela formulação e execução da política monetária da UME.

As disposições do Tratado de Maastricht buscaram assegurar não só uma transição estável para a unificação monetária, mas também o aumento do bem-estar das economias participantes. Neste sentido, três elementos do Tratado merecem destaque: a) a independência do BCE; b) os critérios de convergência; e c) os procedimentos para déficits excessivos.

O BCE desfrutará de uma elevada independência de instrumentos para buscar prioritariamente o objetivo de estabilidade dos preços e reduzir o viés inflacionário nas economias participantes da união monetária.<sup>13</sup> Outros objetivos só serão buscados na medida em que não conflitam com o objetivo principal.

Mandatos fixos e escalonados serão atribuídos aos dirigentes do BCE, na tentativa de isolá-los de pressões políticas capazes de interferir na manutenção da estabilidade dos preços.<sup>14</sup> Além disso, o BCE não poderá financiar diretamente o setor público.

Mas apenas uma alta independência formal não é condição suficiente para a independência de fato do BCE. Para reduzir a probabilidade de que divergências acentuadas nas taxas de inflação, na situação fiscal e em outras variáveis afetassem a credibilidade da política monetária na transição para o euro e após a unificação, o Tratado de Maastricht instituiu os critérios de convergência e os procedimentos para déficits excessivos.



Sem o estabelecimento dos critérios de convergência ou de precondições para o ingresso na união monetária, todos os países da Comunidade Européia poderiam participar se assim o desejassem. Por um lado, a entrada de um número elevado de países aumentaria os benefícios da moeda comum [Kiyotaki e Wright (1989)]. Por outro, a admissão de países com desempenhos fiscal e monetário muito divergentes poderia desestabilizar a união monetária e sujeitar o BCE a pressões inflacionárias. Além disso, déficits fiscais elevados produziram uma valorização real do câmbio e aumentariam o incentivo a desvalorizar durante o Estágio 2 [Froot e Rogoff (1991)]. A percepção destes riscos motivou os autores do Tratado a especificar quatro critérios de convergência:

a) a inflação média de cada país, acumulada nos últimos 12 meses e medida pelo índice de preços ao consumidor (IPC), não deve exceder em mais de 1,5 ponto percentual a inflação dos três países com inflações mais baixas;

13 Pelo menos sob o ponto de vista formal, a independência de instrumentos do BCE será similar à do Bundesbank [Alesina e Grilli (1992), citados em Eichengreen (1993)].

14 Os membros do Conselho Diretor do BCE terão mandatos de oito anos não renováveis. Os membros do Conselho de Administração permanecerão nos cargos por pelo menos cinco anos, admitida a recondução. A demissão imotivada não será permitida.

---

b) as taxas de câmbio devem ser mantidas no interior das bandas do SME durante os dois anos anteriores à unificação monetária;

c) a taxa de juros de longo prazo de cada país não pode superar em mais de dois pontos percentuais a taxa de juros dos três países com inflações mais baixas; e

d) os déficits excessivos devem ser suprimidos, o que significa que os déficits efetivos ou planejados não poderão ultrapassar 3% do PNB, enquanto as dívidas públicas brutas não poderão ser maiores do que 60% do PNB.<sup>15</sup>

Como sugerido anteriormente, há uma certa consistência entre os critérios. A supressão de déficits excessivos contribui para atenuar a valorização real do câmbio e a tentação de desvalorizar durante o Estágio 2. Adicionalmente, reduz as pressões para o financiamento inflacionário dos déficits e a probabilidade de *default* das dívidas públicas, juntamente com o componente de risco da taxa de juros de longo prazo. A desinflação e a manutenção das paridades cambiais avaliam o compromisso de cada governo com a estabilidade dos preços, particularmente a sua capacidade de suportar os custos do ajuste, na presença de rigidez de preços e salários.

Se o Bundesbank pudesse transferir imediatamente credibilidade ao BCE, as expectativas inflacionárias se ajustariam rapidamente em todos os países, e a convergência das taxas de inflação seria alcançada com custos mínimos no Estágio 3. Entretanto, não existe transferência automática de credibilidade. Na verdade, o BCE terá que apresentar suas próprias credenciais antiinflacionárias, e isto será mais difícil sem uma prévia convergência durante o Estágio 2. Em particular, os custos da desinflação no Estágio 3 serão maiores com taxas de inflação muito divergentes. Nesse sentido, o cumprimento dos critérios de convergência durante o Estágio 2 contribui para aumentar a credibilidade da política monetária antes e depois da introdução do euro.

Mesmo depois da unificação monetária, a independência e a credibilidade do BCE poderão ser negativamente afetadas pela acumulação de déficits fiscais insustentáveis. Os procedimentos para déficits excessivos, juntamente com a cláusula de não

---

15 Estes números se encontravam próximos das médias da Comunidade Européia no momento da negociação do Tratado. Buitier, Corsett e Roubini (1993), citados em Eichengreen (1993), sugerem que o teto de 3% para o déficit é similar ao nível do investimento público na Europa, categoria de despesas que, segundo a visão alemã, poderia ser financiada com dívida. Já o limite de 60% para a dívida é aquele produzido em *steady state*, dados um déficit de 3% e um crescimento do PNB nominal de 5% a.a. Em contraste com os outros critérios de Maastricht, este ficou sujeito a qualificações que provavelmente refletem uma solução de compromisso entre os que desejavam limites fiscais rígidos e os que preferiam maior flexibilidade por motivos de estabilização macroeconômica. Déficits superiores a 3% poderão ser aceitos desde que se encontrem em queda contínua e substancial na direção do nível de 3% ou se forem considerados excepcionais e temporários, porém próximos de 3%. A dívida só será excessiva se superar 60% e, adicionalmente, se não estiver diminuindo e se aproximando daquele nível a uma velocidade satisfatória.

---

socorro (*no bail-out clause*) do Tratado de Maastricht, têm o objetivo de reduzir a probabilidade de ocorrência desses eventos. Durante o Estágio 3, o Conselho de Ministros da Comunidade Européia poderá exigir a redução de déficits em prazos determinados. O não cumprimento das diretivas do Conselho sujeitará os países a uma série de penalidades, que incluem pagamento de multas, recolhimento de depósitos compulsórios não remunerados junto à Comunidade, restrições aos financiamentos do Banco Europeu de Investimentos e obrigação de publicar informações adicionais antes de emitir dívida nova. A cláusula de não socorro proíbe que a Comunidade Européia ou qualquer de seus Estados membros assumam dívidas emitidas por quaisquer entidades públicas, incluindo os governos centrais, regionais e locais e as empresas públicas.

As restrições fiscais do Tratado de Maastricht foram motivadas por uma discussão sobre os impactos da unificação monetária nas políticas fiscais dos países participantes. Em particular, as seguintes questões estiveram envolvidas; a) a união monetária aumenta ou diminui os incentivos para a produção de déficits excessivos?; b) em que sentido a independência das políticas fiscais é afetada pela união monetária?; e c) as restrições fiscais de Maastricht são desejáveis?

A princípio, uma união monetária pode aumentar os incentivos para a acumulação de dívidas e déficits públicos excessivos. Sob políticas monetárias independentes, cada país internaliza o custo de uma dívida pública elevada em termos do aumento da taxa de juros doméstica ou da deterioração das expectativas inflacionárias. Em contraste, sob uma união monetária, os países podem ter incentivo para acumular dívida pública e transferir seu financiamento para os demais participantes. Em outras palavras, em uma união monetária haveria externalidades negativas associadas com a acumulação de dívidas públicas nacionais. Estas externalidades podem assumir a forma de taxas de juros mais altas para os títulos públicos, de crises bancárias na eventualidade de um *default* ou de políticas fiscais mais restritivas destinadas a financiar transferências para governos ilíquidos ou insolventes [Goodhart (1997) e Bovenberg, Kremers e Masson (1990)].

Em última instância, o BCE pode ser forçado a acomodar os efeitos de políticas fiscais insustentáveis, através de duas formas: um socorro *ex post*, envolvendo a monetização da dívida pública; ou um socorro *ex ante*, via política monetária acomodatória, destinada a manter as taxas de juros artificialmente baixas e a evitar o crescimento explosivo da dívida pública. Ambas as políticas seriam inflacionárias e ameaçariam a estabilidade da moeda única. Esta situação contrasta com a anterior, quando cada país emitia sua própria moeda e o banco central doméstico podia monetizar a dívida pública. Na interpretação de Goodhart (1997, p. 93):

---

"Under the European Monetary Union (EMU), the authorities lose their ability to inflate away the real value of their national debt; indeed, this is partly the purpose of the exercise. But what if there is a drop in demand in the bond market for national debt? Governments could previously have halted declining bond prices and rising interest rates by monetizing the debt. After EMU, they will no longer be able to do so. Moreover, a run on the bond market in such conditions becomes rapidly self-reinforcing, a vicious spiral. The higher interest rates worsen the fiscal outlook (unambiguously in the absence of seigniorage), which reduces bond demand. This, in turn, raises interest rates, which worsens the fiscal outlook. The possibility for a self-sustaining run in bond markets would seem even more serious than in the case of foreign exchange markets. EMU will abolish exchange rate disturbances and inflation differentials between members, and should thereby eliminate associated interest rate differentials. But will this be at the expense of greater bond market disturbances and interest rate differentials based on relative credit risk? How serious might these latter be?"

Dados os possíveis incentivos para a acumulação excessiva de dívidas após a introdução do euro e os riscos para a estabilidade financeira e a independência do BCE, as restrições fiscais de Maastricht parecem desejáveis como mecanismos de proteção. Mas há pelo menos dois contra-argumentos:

a) O primeiro é que o mercado disciplina os devedores. Na medida em que a capacidade de pagamento dos governos diminui, a taxa de juros aumenta e limita o financiamento excessivo. Em última instância, o mercado pode racionar o crédito para governos ilíquidos ou insolventes. Neste sentido, se os investidores forem capazes de distinguir riscos diferenciados, não é necessário que a crise de uma dívida particular afete todo o mercado de títulos públicos e exija a intervenção do BCE [De Grauwe (1994) e Eichengreen (1993)]. Mas é possível que os mercados financeiros falhem na atribuição dos prêmios de risco ou no racionamento de crédito [De Grauwe (1994)]. Na presença de credibilidade imperfeita da cláusula de não socorro, a percepção de uma garantia implícita de solvência para as dívidas nacionais, por parte do BCE ou dos governos, pode reduzir artificialmente os prêmios de risco e incentivar o endividamento excessivo. Em síntese, a persistência deste problema de perigo moral motiva a imposição das restrições fiscais de Maastricht.

b) O segundo contra-argumento refere-se à capacidade de os governos nacionais recorrerem aos próprios instrumentos de política fiscal com o objetivo de produzir superávits primários e assim viabilizar o pagamento do serviço ou das amortizações da dívida [Eichengreen e Hagen (1995 e 1996)]. Mas a autonomia fiscal dos governos nacionais pode ser limitada pelo aprofundamento da integração econômica [Bovenberg, Kremers e Masson (1990)]. De fato, o aumento da mobilidade de produtos e de fatores e a sensibilidade do investimento aos diferentes *habitats* (em termos de níveis de impostos e de oferta de bens públicos, por exemplo) tendem a reduzir a capacidade de os governos fixarem alíquotas de impostos excessivamente divergentes ou comprimirem acentuatadamente seus gastos. Conseqüentemente, a produção de superávits primários capazes de assegurar a sustentabilidade

---

das dívidas públicas pode tornar-se crescentemente difícil com a unificação monetária.

Em resumo, é provável que a unificação monetária incentive, por um lado, a acumulação de dívidas públicas insustentáveis e reduza, por outro, a autonomia fiscal dos governos nacionais e sua capacidade de servir e amortizar estas dívidas. Portanto, há fortes razões para acreditar que a imposição das restrições fiscais de Maastricht seja amplamente desejável para assegurar a estabilidade da união monetária.

### **4.3. Perspectivas do Euro**

A UME será certamente uma inovação relevante para o sistema monetário internacional. A nova moeda, o euro, representa um rival potencialmente sério para o dólar norte-americano como reserva de valor. A base econômica do euro, medida pelo produto da área monetária, poderá inclusive superar a do dólar. Espera-se que a estabilidade da nova moeda seja sustentada pela independência do BCE e pelas restrições fiscais estabelecidas no Tratado de Maastricht e reforçadas no Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Entretanto, as incertezas envolvendo o funcionamento do novo regime ainda são consideráveis [Masson e Turtelboom (1997)]. Primeiro, a incerteza sobre a composição da UME persistirá mesmo depois de janeiro de 1999. No futuro, a eventual entrada de novos membros, particularmente do Leste Europeu, poderá afetar substancialmente a composição e os impactos sociais e econômicos da área monetária. Segundo, os procedimentos operacionais da política monetária não foram definidos com clareza. A escolha da meta intermediária é um aspecto importante desta definição. O Instituto Monetário Europeu admitiu que metas inflacionárias ou monetárias são candidatas potenciais a esta função [European Monetary Institute (1997)].<sup>16</sup> Terceiro, a credibilidade do BCE dependerá do seu próprio desempenho. Os agentes econômicos (incluindo os mercados financeiros) exigirão resultados antes de confiar plenamente nos anúncios de política monetária. Quarto, há incerteza sobre o comportamento das economias após a mudança de regime representada pela fixação irreversível das taxas de câmbio e a introdução da moeda única, o que afetará em particular o mecanismo de transmissão da política monetária e os parâmetros da demanda por moeda. Conseqüentemente, indicadores tradicionais da situação da política monetária não poderão ser interpretados como antes da mudança do regime. Isto complicará a execução da política monetária e o controle do desempenho do BCE, fatores importantes para o estabelecimento da credibilidade.

---

16 Persson e Tabellini (1996) defendem um sistema generalizado de metas inflacionárias para a Europa após a unificação.

---

Mesmo restritos por este ambiente incerto, alguns pesquisadores tentaram avaliar os prováveis impactos do euro em variáveis macroeconômicas relevantes. Os resultados de Masson e Turtelboom (1997) sugerem que a introdução do euro aumentará a estabilidade macroeconômica na Europa: o crescimento econômico e as taxas de juros de curto prazo flutuarão menos, enquanto as variâncias das taxas de inflação e de câmbio permanecerão praticamente estáveis.

Já Krueger, Laxton e Razin (1997) argüem que o início da experiência do euro será caracterizado por um viés deflacionário, com inflação baixa e estável e taxas de desemprego relativamente elevadas.<sup>17</sup> Três grupos de países foram estudados: os participantes da UME (*ins*), os não participantes cujas moedas mantenham uma paridade estável com o euro (*pre-ins*) e os não participantes com políticas monetárias independentes (*outs*). Foram analisados dois experimentos: um aumento temporário de 10% no investimento durante dois anos e um aumento permanente de 2% do PNB no consumo do governo de cada país da UME.

Nos *ins*, os choques de demanda positivos aumentam o produto e a inflação. Com uma credibilidade inicial relativamente baixa, o BCE reage à elevação da inflação e aumenta significativamente as taxas de juros. Há uma entrada incipiente de capitais, uma valorização real do câmbio, uma redução das exportações e, simultaneamente, uma contração do consumo e do investimento e um aumento da taxa de desemprego.

Os efeitos são semelhantes nos *pre-ins*, dada a paridade cambial com o euro. Já nos *outs* (tipicamente o Reino Unido), as flutuações das taxas de juros, do produto e da inflação são relativamente menores. Em contraste, há uma desvalorização real do câmbio, mas o aumento das exportações dos *outs* apenas atenua a redução observada nos demais países.

## **5. Bases para a Unificação Monetária no Mercosul**

### **5.1. Integração e Coordenação Macroeconômica no Mercosul**

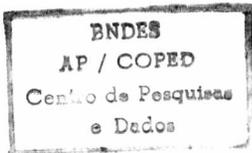
O Mercado Comum do Cone Sul (Mercosul) foi estabelecido pelo Tratado de Assunção, assinado pelos presidentes dos países membros (Argentina, Brasil, Uruguai e Paraguai) em 26 de março de 1991. Uma união aduaneira imperfeita entre os quatro países começou a funcionar em 1º de janeiro de 1995, com uma Tarifa Externa Comum (TEC) variando de 0% a 20%. A TEC aplica-se a

---

17 Goodhart (1997) também acredita em um viés deflacionário nos primeiros anos do euro, devido em parte à clara separação entre as autoridades fiscais e a autoridade monetária.

cerca de 85% do comércio total, mas uma lista de exceções temporárias afeta 300 itens em cada país (399 no Paraguai). As tarifas convergirão para um nível comum até 2001. Bens de capital e de informática estão fora da TEC, mas suas tarifas convergirão até 2006. O comércio intra-regional é isento de tarifas, porém há uma pequena lista de exceções que será eliminada até o ano 2000 [Bevilaqua (1997)].

A integração comercial na região aumentou substancialmente nos últimos anos. Entre 1990 e 1997, as exportações totais passaram de US\$ 46 bilhões para US\$ 83 bilhões, com a participação das exportações intra-regionais crescendo de 9% para 25%, enquanto as importações totais aumentaram de US\$ 29 bilhões para US\$ 105 bilhões e a participação das importações intra-regionais passou de 14% para 21%. No mesmo período, a participação das exportações intra-regionais nas exportações totais da Argentina cresceu de 15% para 35%, ao passo que no Brasil ela aumentou de apenas 4% para 16% [Bevilaqua (1997) e International Monetary Fund (1998)].



O acordo do Mercosul removeu barreiras que há muito limitavam o comércio intra-regional. É provável que a integração comercial continue a aumentar no futuro próximo, na medida em que a região avance na direção de um mercado comum de bens e de fatores. No entanto, o passado de instabilidade macroeconômica nos principais parceiros (Brasil e Argentina) torna relevantes as seguintes questões: a) em que sentido a ausência de coordenação macroeconômica pode limitar o aprofundamento da integração comercial e econômica na região?; e b) que arranjos podem ser criados para melhorar esta coordenação?

No passado, os fluxos comerciais no Mercosul foram afetados por assimetrias dos ciclos econômicos e pela incerteza cambial. Em particular, grandes oscilações nos saldos comerciais dos principais parceiros foram acompanhadas pelo anúncio de medidas protecionistas [Bevilaqua (1997)]. A eventual persistência de distorções macroeconômicas na região, envolvendo não só os ciclos econômicos e a taxa de câmbio real, mas também a situação das contas públicas, do balanço de pagamentos e das taxas de juros reais, pode comprometer, no futuro, o avanço da integração. Primeiro, porque déficits e dívidas públicas insustentáveis produziram taxas de juros reais elevadas e uma possível valorização cambial, o que inibiria o investimento em geral e o investimento na produção de bens comerciáveis em particular. Segundo, porque os desequilíbrios fiscais e no balanço de pagamentos aumentariam o risco de retorno da inflação e de súbitas oscilações nos preços relativos, o que também desincentivaria o investimento e o comércio. Terceiro, porque as incertezas cambial e de preços relativos, juntamente com as assimetrias dos ciclos econômicos, estimulariam a demanda por proteção em setores que competem com as importações.

---

Parece, portanto, que o aumento da coordenação macroeconômica é desejável para o aprofundamento da integração comercial e econômica no Mercosul. Nas subseções seguintes, a unificação monetária é apresentada como uma alternativa de coordenação factível para o longo prazo.

## **5.2. Fundamentos para uma Visão Otimista da Unificação Monetária no Mercosul**

A intensificação da integração comercial e o sucesso inicial dos programas de estabilização na Argentina e no Brasil motivaram a elaboração de propostas sugerindo que a integração produza, no limite, uma unificação monetária entre os países membros do Mercosul [Giambiagi (1997) e Lavagna e Giambiagi (1998)]. No longo prazo, as economias da região poderiam se apropriar de diversos benefícios associados à introdução da moeda única.

Primeiro, a criação de um banco central independente para a região aumentaria a *credibilidade da política monetária* e atenuaria o viés inflacionário das políticas domésticas. Em particular, este arranjo reduziria a probabilidade do financiamento inflacionário de déficits orçamentários e a capacidade dos governos para produzirem déficits insustentáveis. Licandro-Ferrando (1996) reforça este argumento sugerindo que a unificação monetária sinalizaria o compromisso dos *policy-makers* da região com a busca prioritária da estabilidade dos preços e permitiria que as economias se beneficiassem de *reputation spillovers* envolvendo as políticas de estabilização. A estabilidade dos preços e a disciplina fiscal se refletiriam na manutenção do valor interno e externo da moeda, na redução da incerteza cambial (com relação ao resto do mundo) e na fixação de taxas de juros adequadas para incentivar o investimento produtivo e o crescimento econômico.

Segundo, *a incerteza cambial no interior da região seria eliminada*. Provavelmente, como já mencionado, o aumento da credibilidade da política monetária regional seria acompanhado pela redução da incerteza cambial com relação ao resto do mundo. Em última instância, a redução da incerteza cambial estimularia o investimento na produção de bens comerciáveis e a expansão dos fluxos comerciais, além de reduzir a demanda por proteção e minar as resistências das indústrias domésticas à integração comercial.<sup>18</sup>

---

18 Esta preocupação com a relevância da estabilidade dos preços relativos para o aprofundamento da integração comercial foi manifestada por Tavares (1998, p. 105), segundo o qual "to face the new economic environment, firms had to refocus their strategies... Due to the time constraints of contemporary production processes, firms prefer supplies from neighbour countries when subcontracting services abroad or importing inputs. Entretanto, a incerteza a respeito do futuro das paridades cambiais no interior da região é um elemento inibidor deste processo. A unificação monetária, ao reduzir a incerteza cambial, encorajaria a integração. Sobre este ponto, ver também Fernández-Castro (1997, p. 59).

Terceiro, a instituição da moeda única reduziria os custos de transação e de conversão de moedas e a capacidade das indústrias para praticarem discriminação de preços em mercados segmentados. Isto incentivaria a expansão dos fluxos comerciais e de serviços e o aumento da eficiência microeconômica.

Eventualmente, duas críticas poderiam ser dirigidas à proposta de unificação monetária no Mercosul: a) os países não preenchem os requisitos de uma AMO; e b) a renúncia às políticas monetária e cambial domésticas teria custos elevados.

Quanto à primeira, é importante ressaltar que o fato de os países do Mercosul não constituírem atualmente uma AMO não impede a unificação monetária no futuro. Como os critérios para a delimitação de uma AMO são endógenos, é inclusive mais provável que os países venham a preencher os requisitos para a unificação monetária *ex post* e não *ex ante* [Frankel e Rose (1996 e 1997)]. Adicionalmente, os exemplos dos Estados Unidos e da UME mostram que a moeda única pode ser adotada mesmo que as regiões não constituam previamente uma AMO.

Quanto à segunda, vimos na Seção 3 que os custos da unificação monetária relacionam-se com a perda da capacidade de cada país usar as políticas monetária e cambial domésticas para responder aos efeitos de choques no produto, na inflação e no balanço de pagamentos. Estes custos seriam maiores quanto mais diferentes e menos abertas fossem as economias e quanto menor fosse a disponibilidade de instrumentos alternativos de ajuste (a mobilidade do trabalho, por exemplo). No longo prazo, entretanto, é possível que estes custos caiam na região, em virtude dos seguintes fatores:

a) a similaridade entre as economias do Brasil e da Argentina tende a aumentar com a integração comercial;<sup>19</sup>

b) as economias da região tendem a ficar mais abertas; e

c) a flexibilidade dos salários reais e a mobilidade da mão-de-obra na região devem se ampliar com a integração econômica.

### **5.3. Requisitos para a Unificação Monetária no Mercosul**

A literatura sobre AMOs, discutida nas Seções 2 e 3, mostra que a satisfação dos seguintes pré-requisitos é desejável

---

19 Pesquisadores do Centro de Asistencia de las Ciencias Económicas y Sociales, por exemplo, afirmam: "Las economías de Argentina y Brasil tienen hoy tendencias y patrones de comportamiento cíclicos muy homogéneos y esto parece ser una característica que se acentúa en el nuevo contexto internacional y regional" [Caces (1997, p. 106)]. Para uma conclusão semelhante, ver Carrera, Panigo e Féliz (1998).

---

para que os países do Mercosul tornem-se bons candidatos à unificação monetária:

- a) o aprofundamento da integração comercial;
- b) a ampliação da mobilidade intra-regional do trabalho e do capital;
- c) uma certa simetria dos ciclos econômicos; e
- d) a convergência de indicadores macroeconômicos selecionados.

Os dois primeiros relacionam-se com o progresso na direção do mercado comum. O terceiro atenua os custos de renunciar à moeda doméstica e depende das estruturas industriais e de comércio exterior dos países participantes, da coordenação das políticas monetárias e do próprio grau de integração econômica entre eles. Já o quarto é importante para assegurar uma estabilidade mínima da moeda única num mundo de mercados financeiros globalizados. É interessante analisar cada um destes requisitos mais detalhadamente.

O grau de integração comercial e econômica no Mercosul ainda é baixo. Enquanto na União Européia os países membros exportam entre 11% e 21% do PNB para a própria região, em 1997 Argentina e Brasil exportaram apenas 2,8% e 1,2% do PIB, respectivamente, ao Mercosul [Nofal (1998)]. A mobilidade intra-regional do trabalho no Mercosul é restrita, e o aumento da mobilidade do capital depende de progressos na liberalização financeira.<sup>20</sup> Outros aspectos importantes para a integração, como a harmonização tributária, a criação de salvaguardas para o balanço de pagamentos, a liberalização dos serviços, a elaboração de legislação *antidumping*, a regulação da propriedade intelectual, dos incentivos ao investimento, das compras públicas e das políticas de competição, também requerem aperfeiçoamentos [Nofal (1998) e Abreu e Bevilaqua (1995)].

Não obstante a tendência de aumento da simetria dos ciclos econômicos, apontada em Caces (1997), as estruturas industriais e de comércio exterior dos quatro países permanecem razoavelmente divergentes [Nofal (1998), Bevilaqua (1997) e Licandro-Ferrando (1996)]. Estruturas diferentes indicam que os países poderiam estar sujeitos a choques assimétricos e a custos relativamente elevados de abandonar as políticas monetária e cambial domésticas. Mas, como vimos na Subseção 5.2, estes custos tendem a cair no longo prazo com o aprofundamento da integração e da coordenação macroeconômica.

---

20 Sobre a mobilidade do trabalho, ver Nofal (1998) e, sobre as perspectivas de liberalização financeira no Mercosul, Abreu (1997).

---

Finalmente, há o requisito de convergência dos indicadores macroeconômicos. Uma unificação monetária bem-sucedida depende, antes de tudo, da qualidade da moeda. Em particular, é necessário que esta tenha valor presente e seja demandada por agentes que acreditem na manutenção deste valor no futuro e, portanto, acreditem na capacidade de que ela cumpra eficientemente, no longo prazo, suas funções clássicas de meio de troca, reserva de valor e unidade de conta. Na verdade, a busca da convergência dos indicadores macroeconômicos só faz sentido se o seu objetivo for a criação de condições para que a moeda tenha valor. Na Europa, por exemplo, a imposição dos critérios de convergência e dos procedimentos para déficits excessivos do Tratado de Maastricht foi uma tentativa de assegurar a estabilidade das moedas antes e depois da introdução do euro (ver Seção 4).

No Mercosul, o histórico de instabilidade das economias da região, marcadas por hiperinflações, megainflações e substituição da moeda doméstica pelo dólar, faz com que a confiança dos agentes econômicos na manutenção do valor das moedas no longo prazo seja menor, por exemplo, do que na Europa ou nos Estados Unidos. Os atuais programas de estabilização no Brasil e na Argentina são, na verdade, tentativas de reconstruir o valor das respectivas moedas. Mas ainda há muito a ser feito para consolidar esta reconstrução. No Brasil, por exemplo, o custo elevado de manter a estabilidade dos preços (ou o valor da moeda) reflete-se em taxas de juros reais elevadas e em altas taxas de desemprego, particularmente após crises de confiança dos mercados financeiros internacionais. Na Argentina, foi preciso instituir um sistema de *currency board* e fixar a moeda doméstica ao dólar para que a desinflação fosse bem-sucedida, pelo menos a princípio.

*Em certo sentido, o que se deseja com a unificação monetária é justamente um rompimento com este passado pouco recomendável e o estabelecimento de uma moeda que tenha valor. Como na Europa, critérios de convergência à la Maastricht deveriam ser adotados no Mercosul para assegurar a estabilidade durante a transição para a moeda única. Metas para a inflação, a taxa de câmbio, os déficits públicos e as taxas de juros poderiam ser fixadas para um período suficientemente longo. A princípio, o cumprimento simultâneo de todas as metas só aconteceria com um nível aceitável de credibilidade das políticas monetária, fiscal e cambial. Por exemplo, taxas de juros mais baixas com inflação estável exigiriam o ajuste fiscal e o equilíbrio do balanço de pagamentos; já a estabilidade cambial dependeria da manutenção da estabilidade dos preços, do equilíbrio fiscal e do equilíbrio das contas externas; o eventual acompanhamento das taxas de juros de longo prazo iria requerer a criação de mercados para títulos públicos de longo prazo, o que significaria em última instância o alongamento voluntário do perfil da dívida pública.*

---

Os desafios para a estabilidade monetária, descritos acima, sugerem que, a princípio, o conceito de AMO só seria aplicável às economias do Mercosul *após* a consolidação da estabilidade de suas respectivas moedas. Mas, para que estas alcancem um *status* similar ao das moedas fortes, um período relativamente longo será requerido. E, durante este período, os países do Mercosul deverão respeitar firmemente alguns princípios básicos, como a austeridade fiscal e a rejeição da inflação como instrumento de política econômica.

Porém, isto não impede que, antes da consolidação da estabilidade monetária, e visando à superação dos limites à integração monetária, os países do Mercosul venham a se comprometer com uma agenda prévia, composta pelas seguintes etapas [ver Nofal (1998), Lavagna e Giambiagi (1998) e Abreu e Bevilaqua (1995)]:

- a) o aperfeiçoamento e a consolidação da TEC;
- b) o aumento da mobilidade intra-regional do trabalho e do capital;
- c) a liberalização dos mercados de serviços e de compras públicas;
- d) a harmonização tributária;
- e) o fortalecimento dos mecanismos de incentivo à competição;
- f) a harmonização das estatísticas fiscais e do balanço de pagamentos; e
- g) a coordenação macroeconômica, compreendendo:
  - i) a institucionalização da coordenação, com a criação de um Comitê de Coordenação Macroeconômica;
  - ii) o estabelecimento de metas comuns para a inflação, o déficit público e o déficit em transações correntes; e, no último estágio,
  - iii) a harmonização das políticas cambiais domésticas.

O aperfeiçoamento e a consolidação da TEC são importantes para o funcionamento, primeiro, de uma união aduaneira e, depois, de um mercado comum de bens. Para isso, é necessário que os países eliminem as listas de exceções à TEC no cronograma acordado e se comprometam irrevogavelmente com o nível de tarifas fixado e com a livre circulação intra-regional de mercadorias. A criação de mecanismos de *enforcement* destas regras

---

também é desejável para conferir credibilidade ao futuro mercado comum de bens.

Reformas coordenadas nos mercados de trabalho dos quatro países, por sua vez, serão requeridas para aumentar a mobilidade intra-regional do trabalho e tornar os salários reais mais flexíveis. Já a livre mobilidade do capital exigirá uma liberalização financeira intra-regional, acompanhada pela harmonização da regulação do sistema financeiro e pelo fortalecimento dos mecanismos de supervisão bancária.

A finalização do mercado comum deverá passar também pela abertura dos mercados de serviços e de compras públicas. Os países do Mercosul assinaram um acordo para a liberalização dos serviços (Decisão CMC 13/97) em 10 anos, mas ainda não se comprometeram com um cronograma formal de abertura. As dificuldades para a liberalização das compras públicas, por sua vez, não são exclusivas do Mercosul. Em particular, nenhum país em desenvolvimento assinou o acordo multilateral focalizando esta questão no âmbito da Organização Mundial do Comércio.

A harmonização tributária é relevante para reduzir ineficiências alocativas. Estruturas tributárias muito diferentes distorcem os sinais para os produtores e consumidores e reduzem a eficiência do mercado comum. No Mercosul, a harmonização tributária exigiria reformas coordenadas dos sistemas tributários nos quatro países. A convergência das alíquotas e das bases tributárias dos impostos indiretos e dos mecanismos de isenção fiscal seriam aspectos importantes.

O fortalecimento das políticas de competição na região, incluindo, por exemplo, a elaboração de legislações antitruste similares entre os países e a criação de mecanismos de *enforcement*, também é desejável para uma distribuição mais eficiente dos benefícios do mercado comum. Os países do Mercosul comprometeram-se com uma política comum de defesa da concorrência (Decisão CMC 17/96), mas ela ainda não foi regulamentada.

Por último, avanços na coordenação macroeconômica são necessários para aumentar a credibilidade das moedas regionais na transição para a moeda única. Primeiro, as estatísticas macroeconômicas, especialmente nas áreas de finanças públicas e do balanço de pagamentos, deveriam ser compatibilizadas. Depois, seria desejável a criação de um Comitê de Coordenação Macroeconômica, para incentivar a coordenação das políticas fiscais, monetárias e cambiais e o acompanhamento das situações macroeconômicas dos países membros. A fixação de metas para a inflação, o déficit público e o déficit em transações correntes e o seu cumprimento durante prazos suficientemente longos precederiam a harmonização das políticas cambiais domésticas.

---

Cumpridas as etapas mencionadas acima, em um prazo da ordem de 10 anos, os países poderiam então se comprometer com a unificação monetária e detalhar a transição para a moeda única ao longo de um período adicional entre cinco e 10 anos.<sup>21</sup> Portanto, entendendo como o *start up* do processo a primeira menção oficial ao tema, na Declaração de Ushuaia de 1998, a transição para a nova moeda exigiria um período de 15 a 20 anos, o que significa que o processo só seria concluído em torno de 2015. Os primeiros passos para isso, no entanto, podem e devem começar a ser trilhados desde já.

## **Referências Bibliográficas**

- ABREU, Marcelo de Paiva. Financial integration in the Mercosur Countries. *Integration and Trade*, v. 1, n. 1, p. 79-94, 1997. Inter-American Development Bank/Institute for the Integration of Latin America and the Caribbean.
- ABREU, Marcelo de Paiva, BEVILAQUA, Afonso S. *Macroeconomic coordination and economic integration: lessons for a Western Hemisphere Free Trade Area*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, 1995 (Texto para Discussão, 340).
- ALESINA, Alberto, GRILLI, Vittorio. The European Central Bank: reshaping monetary politics in Europe. In: CANZONERI, Matthew B., GRILLI, Vittorio, MASSON, Paul R. (eds.). *The creation of a central bank*. Cambridge University Press e CEPR, 1992, p. 49-77.
- \_\_\_\_\_. *On the feasibility of a one or multi-speed European Monetary Union*. NBER, Apr. 1993 (Working Paper, 4350).
- BAYOUMI, Tamim, EICHENGREEN, Barry. Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries. *European Economic Review*, n. 41, p. 761-770, 1997.
- BEVILAQUA, Afonso S. *Macroeconomic coordination and commercial integration in Mercosur*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, 1997 (Texto para Discussão, 378).
- BLEJER, Mario I., FRENKEL, Jacob A., LEIDERMAN, Leonardo, RAZIN, Assaf (eds.). *Optimum currency areas – new analytical and policy developments*. International Monetary Fund, 1997.
- BOVENBERG, A. Lans, KREMERS, Jeroen J. M., MASSON, Paul R. *Economic and monetary union in Europe and constraints on national budgetary policies*. International Monetary Fund, 1990 (Working Paper, 90/60).

---

21 Ver Giambiagi (1997), que propõe um cronograma para a unificação monetária do Mercosul.

- 
- BUITER, Willem, CORSETT, Giancarlo, ROUBINI, Nouriel. Excessive deficits: sense and nonsense in the Treaty of Maastricht. *Economic Policy*, n. 16, p. 57-100, 1993.
- CACES (Centro de Asistencia de las Ciencias Económicas y Sociales). *Análisis integral de las fluctuaciones macroeconómicas en Argentina y Brasil*. Argentina: Universidad de Buenos Aires, 1997.
- CAMERON, David. *The Maastricht Agreement on economic and monetary union: initiation, negotiation, implications*. Yale University, 1992, mimeo.
- CARRERA, Jorge, PANIGO, Demián, FÉLIZ, Mariano. *Cuánto se asemejan las economías de Argentina y Brasil? Una comparación de las regularidades empíricas desde 1980*. Trabajo presentado nas "Terceras Jornadas de Economía Monetaria e Internacional". Argentina: Universidad Nacional de La Plata, mayo 1998.
- COHEN, Benjamin J. Beyond EMU: the problem of sustainability. *Economics and Politics*, v. 5, n. 2, p. 187-204, 1993.
- DE GRAUWE, Paul. *The economics of Monetary Integration*. Oxford University Press, 1994.
- EICHENGREEN, Barry. European Monetary Unification. *Journal of Economic Literature*, v. 31, n. 3, p. 1.321-1.357, Sep. 1993.
- EICHENGREEN, Barry, HAGEN, Jürgen von. *Fiscal policy and monetary union: federalism, fiscal restrictions and the no-bail-out rule*. CEPR, Sep. 1995 (Discussion Paper Series, 1247).
- \_\_\_\_\_. *Fiscal policy and monetary union: is there a trade-off between federalism and budgetary restrictions?* NBER, 1996 (Working Paper, 5517).
- EUROPEAN COMMISSION. One market, one money: an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union. *European Economy*, Brussels, n. 44, Oct. 1990.
- EUROPEAN MONETARY INSTITUTE. *The single monetary policy in stage three: specification of the operational framework*. Frankfurt, Jan. 1997.
- FERNÁNDEZ-CASTRO, Rosanna. *Una evaluación sobre la conveniencia de una unión monetaria en el Mercosur*. Universidad de la República Oriental del Uruguay/Departamento de Economía, 1997 (Tesis de Maestría).
- FISCHER, Stanley. *Modern approaches to central banking*. NBER, Mar. 1995 (Working Paper, 5064).
- FRANKEL, Jeffrey A. *Monetary regime choice for a semi-open economy*. University of California at Berkeley, 1992, mimeo.

- 
- FRANKEL, Jeffrey A., ROSE, Andrew K. *The endogeneity of the optimum currency area criteria*. NBER, 1996 (Working Paper, 5700).
- \_\_\_\_\_. Is EMU more justifiable ex post than ex ante? *European Economic Review*, v. 41, n. 3-5, p. 753-760, 1997. Papers and Proceedings of the 11<sup>th</sup> Annual Congress of the European Economic Association.
- FROOT, Kenneth A., ROGOFF, Kenneth. *The EMS, the EMU, and the transition to a common currency*. NBER Macroeconomics Annual, v. 6, p. 269-317, 1991.
- GARRETT, Geoffrey. The politics of Maastricht. *Economics and Politics*, v. 5, n. 2, p. 105-124, July 1993.
- GIAMBIAGI, Fabio. Uma proposta de unificação monetária dos países do Mercosul. *Revista de Economia Política*, v. 17, n. 4, p. 5-30, 1997.
- GIAVAZZI, Francesco, PAGANO, Marco. The advantages of tying one's hands: EMS discipline and central bank credibility. *European Economic Review*, n. 32, p. 1.055-1.082, 1988.
- GLETSCHMANN, Klaus. *European monetary integration: EMU between the common good, national interests and regime formation*. TKI, 1997 (Working Papers on European Integration and Regime Formation, 18/97).
- GOODHART, Charles A. E. The two concepts of money, and the future of Europe. In: BLEJER, Mario, et alii (eds.). *Optimum currency areas – new analytical and policy developments*. International Monetary Fund, 1997.
- GROS, Daniel, STEINHERR, Alfred. Openness and the cost of fixing exchange rates in a Mundell-Fleming world. In: BLEJER, Mario, et alii (eds.). *Optimum currency areas – new analytical and policy developments*. International Monetary Fund, 1997.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Direction of trade statistics quarterly*. June 1998.
- ISHIYAMA, Yoshihide. The theory of optimum currency areas: a survey. *IMF Staff Papers*, n. 22, p. 344-383, 1975.
- KENEN, Peter B. Theory of optimum currency areas: an eclectic view. In: MUNDELL, Robert A., SWOBODA, Alexander K. (eds.). *Monetary problems of the international economy*. University of Chicago Press, 1969.
- \_\_\_\_\_. *Economic and monetary union in Europe: moving beyond Maastricht*. Cambridge University Press, 1995.
- KIYOTAKI, Nobuhiro, WRIGHT, Randall. On money as a medium of exchange. *Journal of Political Economy*, v. 97, n. 4, p. 827-854, Aug. 1989.

KRUEGER, Thomas, LAXTON, Douglas, RAZIN, Assaf. European Union and the macroeconomic effects of alternative monetary policy rules: a deflationary bias? In: BLEJER, Mario, *et alii* (eds.). *Optimum currency areas – new analytical and policy developments*. International Monetary Fund, 1997.

LAVAGNA, Roberto, GIAMBIAGI, Fabio. Mercosur: hacia la creación de una moneda común. *Archivos del Presente*, Buenos Aires, año 3, n. 12, abr./jun. 1998.

LICANDRO-FERRANDO, Gerardo. *Coordinating to stabilize: a model of monetary policy coordination with reputation spillovers*. University of California at Los Angeles, 1996, mimeo.

MASSON, Paul R., TURTELBOOM, Bart G. *Characteristics of the euro, the demand for reserves, and policy coordination under EMU*. International Monetary Fund, 1997 (Working Paper, 97/58).

MCKINNON, Ronald I. Optimum currency areas. *American Economic Review*, n. 53, p. 717-725, Sep. 1963.

MUNDELL, Robert. *The theory of optimum currency areas*. *American Economic Review*, v. 51, n. 4, p. 509-517, 1961.

\_\_\_\_\_. Updating the agenda for monetary union. In: BLEJER, Mario, *et alii* (eds.). *Optimum currency areas – new analytical and policy developments*. International Monetary Fund, 1997.

NOFAL, María Beatriz. *Moneda común en el Mercosur: propuesta aconsejable, factible o distracción?* Trabalho apresentado no Seminário “Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el Mercosur: Hacia una Moneda Única”. Buenos Aires, jun. 1998.

OBSTFELD, Maurice, ROGOFF, Kenneth. *The mirage of fixed exchange rates*. NBER, July 1995 (Working Paper, 5191).

\_\_\_\_\_. *Foundations of international macroeconomics*. Cambridge University Press, 1996.

PERSSON, Torsten, TABELLINI, Guido. *Monetary cohabitation in Europe*. NBER, Apr. 1996 (Working Paper, 5532).

RICCI, Luca A. *A model of an optimum currency area*. International Monetary Fund, 1997 (Working Paper, 76).

RUBINI, Héctor J. *Moneda única en el Mercosur: una lectura desde la Argentina*. Trabalho apresentado nas “Terceras Jornadas de Economía Monetaria e Internacional”. Argentina: Universidad Nacional de La Plata, mayo 1998.

SANDHOLTZ, Wayne. Monetary politics and Maastricht. *Int. Organ.*, v. 47, n. 1, p. 1-39, 1993.

TAVARES, José. Transaction costs and regional trade. *Revista Brasileira de Economia*, número especial, p. 105-119, fev. 1998.



---

**BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social**

Av. República do Chile, 100  
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ  
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447  
Fax: (021) 220-2615

**FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial**

Av. República do Chile, 100 – 17º andar  
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ  
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447  
Fax: (021) 220-7909

**BNDESPAR – BNDES Participações S.A.**

Av. República do Chile, 100 – 20º andar  
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ  
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447  
Fax: (021) 220-5874

**Escritórios**

**Brasília**

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E  
Ed. BNDES – 13º andar  
CEP 70076-900 – Brasília – DF  
Telex: (61) 1190 – Tel.: (061) 223-3636  
Fax: (061) 225-5179

**São Paulo**

Av. Paulista, 460 – 13º andar  
CEP 01310-904 – São Paulo – SP  
Telex: (11) 35568 – Tel.: (011) 251-5055  
Fax: (011) 251-5917

**Recife**

Rua Antonio Lumack do Monte, 96 – 6º andar  
Ed. Empresarial Center II  
CEP 51020-350 – Recife – PE  
Tel.: (081) 465-7222  
Fax: (081) 465-7861

**Belém**

Av. Presidente Vargas, 800/1007  
CEP 66017-000 – Belém – PA  
Tel.: (091) 216-3540  
Fax: (091) 222-1965

**BBS/BNDES**

277-6868

**Internet**

<http://www.bndes.gov.br>

---