

MOEDA ÚNICA NO MERCOSUL: ASPECTOS FISCAIS

IX PREMIO TESOURO NACIONAL - 2004
Tema: Mercosul

Brasília, 2004

<u>I - INTRODUÇÃO</u>	1
<u>II – TEORIAS DE ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS</u>	3
II.1 – As Teorias de Áreas Monetárias Ótimas: dos Anos 50 até o Presente.	4
<u>III – BENEFÍCIOS E CUSTOS DE UMA INTEGRAÇÃO MONETÁRIA: ASPECTOS TEÓRICOS</u>	9
III.2 - Benefícios de uma União Monetária.....	9
III.3 - Custos de uma União Monetária	19
<u>IV – MERCOSUL: UMA AREA MONETARIA OTIMA?</u>	27
IV.1- A Experiência Européia	27
IV.2- O Mercosul.....	28
IV.3- Literatura Aplicada sobre Uniões Monetárias	30
IV.4-Indicadores Relevantes	35
<u>V – ASPECTOS FISCAIS</u>	48
V.1 – Menor Variabilidade de Preços Relativos / Maior credibilidade no combate à inflação.	49
V.2 – Perda de senhoriagem.	54
V.3 – Risco de perda de credibilidade por default de país-membro.....	57
V.4 – Redução do prêmio de risco e das taxas de juros, maior estabilidade econômica e menor necessidade de reservas cambiais.....	59
V.5 – Coordenação Macroeconômica	64
<u>VI – CONCLUSÃO E IMPLICAÇÕES DE POLÍTICA</u>	67
<u>BIBLIOGRAFIA</u>	70

I - INTRODUÇÃO

A adoção de uma moeda única pelos países do Mercosul é uma possibilidade que pode alterar profundamente a realidade econômica, política, social e cultural da região. Trata-se de um passo muito além do processo de integração comercial em curso, com conseqüências mais amplas que as vivenciadas até o momento pelo bloco. O objetivo deste trabalho é contribuir para a discussão do tema fazendo uma resenha da literatura de áreas monetárias ótimas e dos custos e benefícios de uma moeda única, além de fornecer algumas estimativas e digressões sobre os possíveis impactos fiscais da adoção de uma moeda única no Mercosul.

Conforme explicam Baumann et alli (2004), uma união monetária é composta de uma política cambial conjunta (fixando as paridades entre as moedas), da integração do mercado de capitais (livre movimentação de capitais entre os países participantes), da coordenação das políticas monetárias (com o objetivo de ter taxas de inflação iguais dentro do bloco), da adoção de uma moeda comum e da criação de um banco central comum (que disciplinaria o processo de emissão da moeda comum).

O início da discussão sobre a possibilidade e a conveniência de se adotar ou não uma moeda única no âmbito do Mercosul remonta aos anos 80, com a proposta de se criar um “gaúcho”, sendo retomada de forma sistemática a pelo menos 6 anos, com os trabalhos de Giambiagi e Lavagna. Já o marco teórico do debate

sobre a conveniência de se formar uniões monetárias são as teorias de áreas monetárias ótimas. Essas teorias têm origem nos trabalhos de Robert Mundell (1961), Ronald McKinnon (1963) e Peter Kenen (1969). Outras contribuições foram feitas posteriormente, e, embora não gozem da mesma notoriedade das citadas inicialmente, caminharam na direção de mais facilmente classificar uma região como sendo área monetária ótima (AMO), ou seja, uma região onde seria recomendável a adoção de uma moeda única. No entanto, essas teorias não são suficientes para definir se uma região deve ou não adotar uma moeda única: é necessário também analisar diretamente os custos e benefícios. Nesse trabalho vamos fazer essa análise, nos concentrando nos aspectos fiscais.

Os custos e benefícios que estão diretamente relacionados com a política fiscal são: a) menores taxas de inflação devido aos ganhos de credibilidade da política monetária; b) perdas dos ganhos de senhoriagem devido às menores taxas de inflação; c) risco de perda de credibilidade da dívida pública por *default* de país-membro; d) processo de transição/custos de harmonização; e) redução do risco-país e das taxas de juros; f) menor necessidade de reservas cambiais.

Fica claro ao longo do trabalho que atualmente o Mercosul não atende aos critérios tradicionais de AMO. Mas isso não impede que venha a atender a esses requisitos em relativamente pouco tempo, haja visto, por exemplo, o recente aumento do fluxo comercial brasileiro. Além disso, quando analisamos diretamente os custos e benefícios envolvidos, a possibilidade de unificação monetária parece fazer mais sentido.

O 2º capítulo trata dos critérios presentes na literatura para definir uma OCA. No 3º capítulo apresentamos o embasamento teórico dos custos e dos benefícios de uma união monetária. O 4º capítulo traz um panorama do Mercosul. Mostra como uma união monetária na região é considerada, além de analisar se o Mercosul atende os requisitos para ser considerado uma AMO, de acordo com a teoria.

No 5º capítulo fazemos uma apresentação de alguns cálculos sobre a perda de senhoriação para os países do Mercosul; digressões sobre a possibilidade de redução do risco-país; argumentos sobre os ganhos de credibilidade (utilizando a teoria dos jogos); digressões sobre a possibilidade de perda de credibilidade por *default* e uma demonstração gráfica da necessidade de coordenação macroeconômica. O capítulo 6 apresenta as principais conclusões e algumas recomendações de política.

II – TEORIAS DE ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS

Para avaliar se determinada região deve ou não adotar uma moeda única a literatura dispõe das teorias de áreas monetárias ótimas – AMO, que citam critérios para acessar a questão. Neste capítulo, vamos apresentar essas teorias, que evoluíram no sentido de mais facilmente favorecer uniões monetárias, devido à mudança de paradigma: antes a política monetária era vista como importante tanto no curto quanto no longo prazo e então muito dificilmente valeria a pena abrir

mão deste instrumento. Daí a recomendação das teorias tradicionais de áreas monetárias ótimas (Mundell, por exemplo) de aderir a uma moeda única apenas após analisar com muito cuidado a questão da assimetria dos choques. Cabe observar que uma moeda única pode ser considerada como um sistema híbrido, pois, embora trate-se de um câmbio fixo entre os membros do bloco, pode manter a flexibilidade frente às outras moedas do mundo

II.1 – As Teorias de Áreas Monetárias Ótimas: dos Anos 50 até o Presente.

Mundell (1961) defende que a **mobilidade de fatores** é o ponto central na definição de que região constitui uma AMO: quanto maior a mobilidade de mão-de-obra internamente a uma região e menor essa mobilidade através das fronteiras dessa mesma região, mais esta se apresenta como uma área monetária ótima. Caso a mobilidade dos fatores seja insuficiente dentro das fronteiras de um país este poderá apresentar focos de desemprego e inflação mesmo com a taxa de câmbio flutuando. Com o mesmo raciocínio, caso haja grande mobilidade de fatores entre as fronteiras de certos países as taxas flexíveis tornam-se desnecessárias. O argumento de Mundell é resumido ao defender que o regime cambial fixo é melhor entre áreas onde há mobilidade de fatores e pior entre áreas onde não há mobilidade de fatores (nesse caso o regime flexível é mais indicado).

McKinnon (1963) argumenta que o **tamanho da economia e seu grau de abertura** (relação entre produção de bens transacionáveis e não transacionáveis)

são variáveis fundamentais na determinação de uma área monetária ótima. O autor diz que este argumento deve ser somado ao critério geográfico de Mundell para que tenhamos uma melhor visão do que seria uma AMO.

McKinnon considera então a existência de áreas monetárias ótimas relativamente ao tamanho da região e à proporção entre bens transacionáveis e não transacionáveis. Os graus de imobilidade interindustrial são considerados um obstáculo a ser vencido, mas este critério baseado no tamanho e grau de abertura da economia tem que ser somado ao critério de mobilidade de fatores puramente geográfico para que se determine da melhor maneira possível qual é a área monetária ótima em questão.

O critério de Kenen (1969) é baseado no **grau de diversificação de uma economia**: quanto mais diversificada for uma economia mais incentivos ela teria para formar uma união de moedas. Isso ocorreria porque essa economia seria pouco dependente de variações cambiais para se proteger de choques, podendo contar com câmbio fixo entre seus parceiros na união.

O argumento de Kenen significa que se um país possui um parque produtivo pouco diversificado então será mais custoso suportar o risco de choques específicos sobre aqueles produtos, caso se opere com taxas de câmbio fixas. Esse custo seria diluído caso a economia fosse mais diversificada, embora só fosse neutralizado caso a taxa de câmbio fosse flexível.

Outra contribuição de Kenen refere-se à sugestão de se **usar o sistema fiscal para compensar a falta de mobilidade de mão-de-obra** em determinadas áreas monetárias. No caso de a área sofrer choques, os países que sofrerem menos aumentariam sua arrecadação de impostos, ao passo que os países mais afetados poderiam reduzir sua arrecadação. Isto permitiria a manutenção dos níveis de arrecadação anteriores ao choque e ajudaria a estabilizar a área monetária.

Krugman (1990) toma como base os argumentos de McKinnon e conclui que os benefícios de uma união monetária aumentam conforme aumentam os **fluxos de comércio intra-área**. Da mesma forma os custos seriam maiores para uma união monetária onde o comércio dentro da área é pouco intenso.

Esse debate sobre as vantagens de uma maior abertura comercial entre os países que querem formar uma área monetária está bastante presente atualmente. As razões por trás desse argumento são basicamente três: a) o risco e o impacto de erros de decisão dos agentes econômicos são maiores em economias mais abertas, o que aumentaria o custo (principalmente inflacionário) de desvalorizações cambiais; b) os custos de transação tem importância relativa maior em economias mais abertas e; c) os ganhos de bem-estar proporcionados pela eliminação do risco cambial são maiores em economias mais abertas (geralmente também economias menores).

Com relação à possibilidade de adoção de uma moeda comum por parte dos países do Mercosul, Mundell, em 2000¹, ponderou que as taxas de juros poderiam cair a níveis próximos do observado nos Estados Unidos. Para McKinnon, Mundell não era favorável a uma dolarização, apenas defendia a necessidade de união política e estabilidade financeira para a existência de uma união monetária na América do Sul. No entanto houve crítica, inclusive interna², que usou como argumentos contrários à formação de uma área monetária comum no Mercosul as teses contidas no modelo de Mundell dos anos 60. Para esses críticos não existe mobilidade do fator trabalho no Mercosul, portanto o Mercosul não pode ser uma AMO. (McKinnon, 2000)

Além dos critérios originais a literatura indica outros. Conforme explica Mongelli (2002), a **importância de preços e salários flexíveis** para responder a choques sem causar desemprego foi discutida por Friedman (1953) e Corden (1972). Ingram (1962) notou que uma **integração financeira** pode, através da movimentação de capitais entre regiões, ajudar a atenuar os efeitos de choques adversos temporários.

A **similaridade das taxas de inflação** é proposta por Fleming (1971), que diz ser importante ter taxas de inflação baixas e estáveis para que os termos de troca permaneçam estáveis e as transações em conta corrente sejam mais equilibradas, reduzindo a necessidade de utilizar a taxa de câmbio para ajustes. A **integração**

¹ Mundell fez essa consideração durante palestras no Brasil, conforme a edição de 9 de maio de 2000 do Financial Times.

fiscal é vista como mais um facilitador do processo de unificação monetária, pois permite transferências de recursos para áreas mais atingidas por choques, atenuando a necessidade de mudanças nas taxas de câmbio. Esse critério foi defendido inicialmente por Kenen (1969).

Mintz (1970), Haberler (1970) e Tower e Willett(1976) tratam de aspectos relacionados à **necessidade de existência de vontade política** para que uma união monetária seja desejável. Essa vontade política permitiria elevados graus de cooperação institucional e normalmente seria alcançada tendo-se preferências similares quanto aos *trade-offs* da política econômica. Ishiyama (1975) frisa a importância das preferências sociais serem similares entre os países do bloco e coloca a similaridade das taxas de inflação como o critério mais importante. Além disso defende que para se definir uma área monetária ótima devem ser calculados os custos e benefícios para cada país.

Giavazzi e Giovannini (1989) apontam o ganho (em termos de baixos custos de desinflação) que países com **histórico inflacionário** teriam ao participarem de uma união monetária com um país de baixa inflação que possa servir de referência para os agentes. Conforme Mongelli (2002), na “reassessment phase” a visão que emergiu é que os custos de se perder graus de liberdade da política monetária é menor do que se pensava anteriormente. Além disso temos mais benefícios, relativos aos ganhos de credibilidade.

² As críticas vieram de Afonso Celso Pastore.

Em 2002 Kenen apresentou algumas considerações a respeito do debate sobre teoria de área monetária ótima. Kenen (2002) critica o fato de a teoria de AMO ser vista como uma forma de se avaliar se dois ou mais países devem formar uma união monetária com uma moeda única e um banco central único. Ele diz que isto é falso, pois a teoria tradicional da AMO não permite um balanço satisfatório dos benefícios e custos da formação de uma área de moedas. Segundo o autor a teoria contida nos trabalhos iniciais sobre AMO apenas trata dos custos macroeconômicos de se fixar taxas de câmbio e da conveniência de usar taxas flexíveis para neutralizar certos choques. De Grauwe (2004) tem opinião semelhante, lembrando que atualmente se leva mais em consideração os benefícios microeconômicos do processo. Além disso, o paradigma dominante é o da neutralidade da moeda no longo prazo, o que reduz a eficácia da política monetária e, conseqüentemente, os custos de se abster dela.

III – BENEFÍCIOS E CUSTOS DE UMA INTEGRAÇÃO MONETÁRIA: ASPECTOS TEÓRICOS

III.2 - Benefícios de uma União Monetária

IV.2.1 - Redução dos custos de transação

Os trabalhos relativos aos potenciais ganhos e custos de uma união monetária apontam a redução dos custos de transação como um dos principais benefícios. Esses custos são relativos às taxas e comissões pagas basicamente para trocas de moedas de diferentes países e para realização de operações de *hedge* cambial. A consequência de menores custos de transação é uma maior eficiência produtiva. Quanto mais integrados comercialmente forem os países envolvidos, maior seria este benefício. Dito de outra forma, quanto menor e mais aberto o país mais representativos serão esses custos de transação, caso sua moeda não tenha curso fácil nas transações internacionais.

A redução de custos de transação representa, segundo trabalho de Claassen (1997), entre 0,25% e 0,5% do PIB da Comunidade Européia. Já a European Commission (1990) estimou que os custos de transação nos países com sistemas financeiros bem desenvolvidos seriam de aproximadamente 0,1% do PIB.

Emerson et al (1992) fez uma estimativa dos custos de transação que seriam eliminados com a adoção de uma moeda única na Europa, uma década antes disto se tornar realidade. Os autores utilizaram como base um estudo feito pelos bancos centrais de 20 países, em conjunto com o Banco para Compensações Internacionais – BIS, que reuniu dados das operações do mercado cambial dos países participantes. Embora seus cálculos sejam repletos de hipóteses e extrapolações, seu esforço foi válido e gerou uma estimativa bastante citada posteriormente. Somando todos os custos envolvidos que poderiam ser economizados Emerson et al chegaram a uma economia entre 13,1 e 19,2 bilhões

de ECU, em valores de 1988. Como o PIB dos doze países europeus estudados em 1988 era de 4 trilhões de ECU, os custos calculados como proporção do PIB estariam entre 0,32% e 0,47%.

IV.2.2 – Aumento de comércio devido à estabilidade cambial, alocação mais eficiente de recursos, ganhos de escala e competitividade no exterior

Segundo Baumann et al (2004), a redução das incertezas com relação às flutuações cambiais e conseqüente redução dos custos de proteção (*hedge* cambial) faria com que aumentassem os negócios e transações dentro da área monetária. A liberdade de movimentação de capitais promoveria uma alocação mais eficiente de recursos no bloco. Isto ocorreria devido à redução de controles da movimentação de capitais, o que reduz a diferença no tratamento de capital entre os países. O aumento da escala de produção das empresas que operam na região possibilitaria uma maior competitividade no comércio exterior.

Mas a influência da redução do risco cambial sobre o comércio internacional é uma questão controversa. Fernández-Arias et alli (2004) estudaram os efeitos de desalinhamentos da taxa de cambio sobre o comércio e encontraram que, para países em desenvolvimento pertencentes a blocos de comércio, 1% de valorização multilateral da taxa de câmbio real na região gera 2,6% de decréscimo nas exportações.

Conforme Hawkins e Masson (2003), muitos estudos encontraram efeitos significativos³ entre a formação de uma união monetária e o crescimento do comércio, tais como Glick e Rose (2002), Tenreyro e Barro's (2003), Rose (2002), Frankel e Rose (2002) e Rose e Engel (2002). Outros estudos adotaram procedimentos econométricos diferentes e chegaram a resultados piores, tais como Nitsch (2002), Kenen (2002) e Melitz (2001), enquanto que Persson (2001) chegou a resultados praticamente insignificantes e Pakko e Wall (2001) e Klein (2002) não encontraram nenhum impacto entre a formação de uma união monetária e um aumento de comércio. Uma das razões que talvez explique essa aparente pouca relação entre flutuação cambial e fluxo de comércio é justamente a existência dos instrumentos financeiros de *hedge*, embora para períodos maiores que 1 ano este instrumento perca eficácia e torne-se muito caro, conforme Goldstein e Turner (2003) e Brookes et al (2000).

IV.2.3 –Menor Variabilidade de Preços Relativos / Maior credibilidade no combate à inflação

Como o câmbio tem papel importante nos índices de preços (através do *pass-through*), uma maior estabilidade cambial proporcionaria uma menor variabilidade dos preços. A menor variabilidade dos preços relativos proporciona ganhos de

³ Os resultados de Rose (2002), Frankel e Rose (2002) e Rose e Engel (2002) relatam um aumento de comércio de mais de três vezes com a formação de uma união monetária, embora seus procedimentos tenham sido objeto de muita contestação: Não controlaram econométricamente o fato de que países que comerciam muito entre si têm mais probabilidade de formar uma união monetária, além de terem focado pequenos países que formaram bloco com algum grande país, o que inflaria os resultados.

bem-estar aos indivíduos⁴. Alguns autores, como De Grauwe (1994), vão além e defendem que uma união monetária daria maior credibilidade no combate à inflação. A questão da **credibilidade da política monetária** é então também muito importante (tendo sido estudada inicialmente por Kydland e Prescott (1977)). Mas, um problema, para o caso dos países em desenvolvimento, é que os países perdem flexibilidade para utilizar a inflação como mecanismo para reduzir a dívida.

Segundo Minford (2002) outro argumento em prol da união monetária é o alegado benefício de facilitar comparações de preços, o que teria como conseqüências uma redução de um tipo de custo de transação e o aumento da competição, levando a uma convergência nos preços.

Conforme Giambiagi (2002), citando o caso da Argentina, uma unificação monetária que disponha de instituições supranacionais e um sistema de metas inflacionárias permitiria o controle sobre a inflação, ao mesmo tempo que daria condições flexíveis de adaptação a choques externos. Referindo-se ao Brasil o mesmo autor defende que o aumento da credibilidade da moeda teria como conseqüência uma possível queda das taxas de juros.

IV.2.4 – Maior união política e ganhos estratégicos

Uma moeda única pode ser mais forte (em termos de negociações comerciais e *financeiras*) que o conjunto das moedas em separado, gerando benefícios de

⁴ Assumindo-se aversão ao risco.

caráter político e estratégico. Além dessa possibilidade temos que o processo de integração levaria necessariamente a uma maior união política entre os países membros. Segundo Hawkins e Masson (2003), a adoção de uma mesma moeda por um conjunto de países permite uma maior colaboração política e facilita a execução de reformas estruturais (onde grupos de interesse nacionais antes tornavam o processo mais difícil).

Quanto à união política, esta pode assumir diversas formas: pode ser uma maior coordenação entre os países, uma confederação, uma federação ou até uma mistura desses modelos⁵.

A formação de um bloco econômico mais coeso proporcionado por uma moeda única permitiria ao Mercosul aumentar sua importância nas negociações do Fundo Monetário Internacional – FMI, do Banco Mundial, da Organização Mundial do Comércio e das Nações Unidas. A consequência prática seria que os países do bloco teriam uma possibilidade maior de verem seus pleitos atendidos comparativamente ao que seria observado caso negociassem fora do bloco.

IV.2.5 –Redução do risco-país e das taxas de juros, maior estabilidade econômica e menor necessidade de reservas cambiais.

⁵ A União Européia, por exemplo, é uma situação peculiar em termos de caracterização política. Tem tanto traços de Federação quanto traços de Confederação. É uma instituição de direito público internacional de caráter supranacional, o que proporciona uma união política quase tão forte quanto a verificada entre os entes federados em um Estado Nacional.

A redução do risco cambial, em relação a terceiros países, poderia também reduzir o risco-país e, conseqüentemente, as taxas de juros (nominais e reais). Por fim há o possível aumento da formação de capital fixo. Uma queda dos juros poderia então proporcionar ganhos dinâmicos de crescimento. Mas esse ciclo virtuoso dificilmente acontecerá em uma união apenas de economias em desenvolvimento, caso se aceitem as teses do problema do “pecado original” ou da “intolerância à dívida”. O primeiro pode ser traduzido como a situação de endividamento em moeda forte e com perfil de curto prazo dos países em desenvolvimento, sem perspectivas de solução. Já o segundo caracteriza a situação onde países institucionalmente fracos não podem suportar um nível de endividamento que seria plenamente suportado por economias mais estruturadas.

Para Emerson et al (1992), os países com maiores taxas de juros se beneficiarão de uma convergência para os níveis verificados nos países menos inflacionários. Apesar de grande parte dessa redução ser em termos nominais as taxas reais também podem ser reduzidas caso a percepção de depreciação e risco cambial sejam melhoradas. O prêmio de risco que essas margens carregam seriam maiores que as perdas possíveis de senhoriação, no caso da Comunidade Européia.

A unificação monetária também levaria a uma maior estabilidade econômica ao impedir a ocorrência de *overshootings* cambiais intra-área, mas não eliminam sua ocorrência porque as taxas de câmbio extra-área continuam flutuantes. Além

disso, a existência de uma moeda única permitiria a redução do nível de reservas requerido para correção de desequilíbrios entre parceiros comerciais, com a conseqüente redução dos custos (custos de oportunidade)⁶.

A maior integração dos mercados financeiros é outro fator de redução das taxas de juros, pois proporcionaria ganhos de escala ao setor que poderiam ser repassados para menores taxas de crédito. Uma forma de atestar a integração dos mercados financeiros de uma união monetária é observando a validade da lei do preço único e a diminuição do diferencial entre as taxas de juros dos títulos emitidos pelos países membros.

IV.2.6 – Estímulo a investimentos e crescimento

Este benefício refere-se aos estímulos a novos investimentos internos e atração de mais Investimento Estrangeiro Direto – IED. De acordo com o BID (2002), a relação entre acordos de integração em geral e variações no investimento estrangeiro direto apresenta duas tendências antagônicas: a) a integração, ao reduzir as barreiras entre os países, pode fazer com que algumas empresas decidam não estender suas produções para outros países do bloco, pois não haveria mais a necessidade de produção local para escapar de barreiras comerciais; b) por outro lado, um bloco integrado comercialmente pode significar

⁶ Segundo Giambiagi (2002, p. 113), “a fusão dos bancos centrais brasileiro e argentino poderia acarretar a diminuição do nível ótimo de reservas cambiais, de forma que esses recursos poderiam ser aplicados em outras políticas públicas”.

uma redução dos custos de produção de uma empresa que invista na região, pois durante seu processo produtivo poderá deslocar seus insumos e produtos através das fronteiras dos países membros sem maiores custos alfandegários.

A princípio, se tratarmos o Investimento Estrangeiro Direto como qualquer ativo financeiro, a taxa de câmbio não afetará seu valor, pois os retornos desse ativo se ajustarão para compensar eventuais expectativas de valorização ou desvalorização cambial. Mas, como lembra Fernández-Árias et alli (2004), existem canais (por exemplo: mercados de capitais imperfeitos⁷ e transferências de tecnologias entre matrizes⁸) pelos quais as taxas de câmbio podem sim afetar o fluxo de IED. Os autores estudaram o efeito de acordos de integração regional sobre a localização de IED e descobriram que os movimentos bilaterais nas taxas de câmbio têm impacto muito maior quando ocorrem dentro de uma região integrada comercialmente: uma depreciação de um por cento na taxa de câmbio bilateral aumenta o volume relativo de IED em 1,3 %. Mas, entre países que não pertencem a essas áreas o impacto das mudanças cambiais é estatisticamente insignificante.

Assim sendo, um regime de câmbio flexível traria um incentivo para desvalorizações competitivas dentro de um bloco regional, na tentativa de atrair mais IED. Esse processo pode não ser sustentável no longo prazo e também gerar atritos políticos entre os membros do bloco. Nesse sentido uma união

⁷ Argumento levantado por Froot e Stein (1991).

⁸ Blonigen (1997).

monetária proporcionaria mais estabilidade dentro da região. Segundo Emerson et al (1992) há evidência de que o investimento estrangeiro direto responde positivamente à estabilidade cambial.

Temos ainda que, conforme De Grauwe (2004), a eliminação do risco cambial intra-bloco, ao possibilitar uma queda das taxas de juros reais e nominais, tende a aumentar o nível de investimento (caso os lucros esperados fossem os mesmos), pois torna mais acertadas as decisões dos agentes (reduz o risco). Mais especificamente, ao diminuir o risco intra-bloco temos, caso isto implique em redução do risco sistêmico, temos uma redução das taxas de juros reais. Como redução dos juros reais leva a uma maior acumulação de capital o resultado é maior crescimento econômico (temporário)⁹, de acordo com o modelo neoclássico. Já sob a extensão do modelo neoclássico para situações de economias de escala dinâmicas teríamos um **maior crescimento econômico** permanente. Isso seria possível porque a maior acumulação de capital aumentaria a produtividade deste capital.

Outra forma possível de obter um maior crescimento econômico devido a adoção de uma moeda única é por meio do **aumento de comércio**. Assumindo que um maior fluxo comercial leva a uma maior eficiência e ganhos de produtividade

⁹ Com a redução da taxa de desconto intertemporal e a conseqüente maior acumulação de capital a economia obtém uma aceleração de suas taxas de crescimento até atingir um novo equilíbrio (com produção maior que a anterior). Quando este novo equilíbrio é atingido a economia entra novamente em sua trajetória inicial de crescimento, crescendo em função da taxa de crescimento da produtividade e da população.

temos como resultado mais crescimento econômico. Conforme afirma De Grawe (2004), este canal é melhor suportado pelas evidências empíricas.

III.3 - Custos de uma União Monetária

III.3.1 – Custos de Assimetria (ou custos de perda da independência da política monetária)

Os principais custos da adoção de uma moeda única provêm da perda da política monetária como instrumento de política econômica. Ao fazer parte de uma união monetária o país perde a liberdade de alterar as taxas de juros e de câmbio de maneira independente. Isso se traduz em um custo quando a região sofre choques assimétricos que geram uma resposta necessariamente simétrica entre todo o bloco. A assimetria refere-se ao fato de que os países sofrem diferentes tipos de choques e têm diferentes mecanismos de transmissão. Sendo então não-ótima a resposta ao choque podemos ter uma maior variabilidade das taxas de inflação e/ou de desemprego, em relação as que seriam verificadas caso a resposta a esses choques pudesse ser independente (cambio flexível entre os membros do bloco).

Segundo De Grauwe (2004), algumas fontes de assimetria são:

- a) Diferenças nos deslocamentos da demanda agregada;

- b) Diferenças nas preferências quanto a inflação e ao desemprego¹⁰;
- c) Diferenças nos mercados de trabalho¹¹;
- d) Diferenças nos sistemas legais¹²;
- e) Diferenças nas taxas de crescimento do PIB; e
- f) Diferenças nos regimes fiscais¹³.

Quanto maior a efetividade da política cambial maiores seriam os custos de não se poder contar com ela para responder a choques. Uma visão, de cunho monetarista, é que a taxa de câmbio não é um instrumento eficaz de política econômica porque as desvalorizações têm um impacto inflacionário que, por sua vez, anularia a desvalorização anterior e assim sucessivamente. Como a teoria monetarista defende que no longo prazo a moeda é neutra, os custos de abrir mão da política cambial seriam relativos apenas ao curto prazo.

Mas existe também o segundo ponto de vista: em alguns casos ajustes nas taxas nominais de câmbio têm sido efetivos. Mongelli (2002), citando De Grauwe (2000) e Sachs e Wyplosz (1986) dá os exemplos das desvalorizações belga de 1982, francesa de 1982-83 e italiana de 1992. Nessas oportunidades as desvalorizações

¹⁰ A visão dominante, monetarista, ao acreditar na neutralidade da moeda no longo prazo, assume que um país não pode escolher livremente entre inflação e desemprego. Conforme lembra De Grauwe (2003), esse pensamento faz com que essa fonte de custos para uma união monetária tenha perdido importância.

¹¹ Os custos resultantes dessa diferença pode ser bastante alto na visão de De Grauwe (2003), que explica que essa diferença pode levar a comportamentos de salários e preços de forma diferenciada mesmo que os países sejam atingidos pelo mesmo tipo de choque.

¹² De Grauwe (2003) refere-se aqui ao fato das legislações internas praticarem diferentes imposições legais para concessões de empréstimos e financiamentos, o que pode alterar a forma como um mesmo choque se propaga nos diferentes países do bloco. Outra forma de influencia se dá porque as firmas podem recorrer a financiamento de maneira diferenciada: em alguns países utilizam-se mais o sistema bancário e em outros utilizam-se mais o mercado de capitais.

foram importantes para melhorar os indicadores econômicos de forma menos custosa e, caso não fosse possível utilizar esse instrumento haveria aí um custo. Mas esta efetividade dos ajustes no câmbio só se daria caso eles fossem acompanhados por uma política crível de solução do desequilíbrio original e se o uso do instrumento cambial não fosse visto como uma opção sistemática.

Para atenuar os efeitos de choques adversos e substituir, ao menos parcialmente, o papel das taxas de câmbio, existem basicamente dois mecanismos. Conforme explica De Grauwe (2004) estes mecanismos são a flexibilidade dos salários e a mobilidade do trabalho. De Grauwe prossegue dizendo que, mesmo que os salários não sejam totalmente flexíveis, ou que a mão-de-obra não tenha grande mobilidade¹⁴, podem ser criados mecanismos de “seguro” contra choques assimétricos. Esses mecanismos de seguro poderiam ser tanto de caráter público quanto privado. No caso dos mecanismos públicos De Grauwe cita esquemas de transferências fiscais¹⁵ do país que sofreu um choque positivo para o que sofreu um choque negativo. Essas transferências poderiam ser feitas através da centralização de parte do orçamento da região. Outra esquema de transferência pública é o endividamento, que, conforme De Grauwe, é uma transferência intergeracional.

¹³ Trata-se da escolha ótima entre as fontes de financiamento dos gastos do governo: senhoriagem ou impostos. Esse ponto será tratado na seção sobre perdas de senhoriagem.

¹⁴ Como é o caso da União Européia, onde, apesar de todas as medidas de integração realizadas observa-se uma mobilidade da mão-de-obra menor que a verificada nos Estados Unidos, por exemplo.

¹⁵ De Grauwe alerta para o fato de que esses esquemas carregam consigo o problema do risco moral.

De acordo com De Grauwe, outra forma de operar esquemas de “seguros” contra choques assimétricos é fazendo uso dos mercados financeiros. Caso os mercados financeiros¹⁶ da região sejam totalmente integrados os efeitos de choques assimétricos são diluídos, pois os ativos financeiros da região são detidos por habitantes de todos os países da região¹⁷. Embora essa alternativa não tenha o problema do “risco moral”, ela é bastante restrita, pois apenas uma parte da população tem acesso a ativos financeiros, conforme explica De Grauwe.

Outra questão fundamental é a discussão se uma união monetária levaria a diminuição da frequência de choques assimétricos ou a seu aumento. A primeira visão é o que se chamou de área monetária ótima endógena, ou seja, os critérios de área monetária ótima poderiam ser atingidos de forma *ex post*. O argumento principal por trás dessa visão é o de que a maior abertura comercial levaria a uma maior interação entre os países, maiores similaridades em suas estruturas produtivas e, conseqüentemente, maior simetria. Já a visão contrária, defendida principalmente por Krugman, sustenta que, com o aumento da integração haverá economias de escala e concentração em certas áreas, significando uma maior diferenciação e então maior probabilidade de assimetria dos choques. Segundo Corsetti et al (2002), as evidências empíricas suportam melhor o argumento da endogeneidade.

¹⁶ Mercado de títulos, mercado de ações e o setor bancário.

¹⁷ Ou seja, mesmo que um país sofra choques negativos, seus habitantes que detenham ativos de outro país do bloco que esteja sofrendo um choque positivo terão sua riqueza aumentada. A análise funciona também para o caso oposto.

III.3.2 – Risco de perda de credibilidade por default de país-membro

No caso de os títulos emitidos pelos participantes de uma união monetária forem referenciados na moeda comum teríamos um outro custo: haveria o risco de os demais países perderem credibilidade caso um dos membros entre em *default*, pois os agentes poderiam suspeitar que todo o grupo entraria em dificuldades ao tentar ajudar o membro em débito, além de, na hipótese de informação imperfeita, a situação de cada participante da união monetária ser confundida com a situação do parceiro que está com problemas.

Para definir melhor este custo reproduzimos Minford: “The more integrated MEU becomes the greater both the political pressures for concerted action and the economic fallout from letting a fellow-MEU member-state default partially on its debts. This fallout includes the risk of contamination of one`s own debt status as well as indirect losses of trade, public procurement business and any other joint activities.” (Minford, 2002, p. (n.d.)).

III.3.3 – Perda de senhoriagem

O custo deve-se principalmente à possível perda de receita governamental caso a senhoriagem se reduza e não seja possível substituí-la por um imposto explícito. Sendo assim a alternativa de aumento explícito de impostos anularia, a princípio, este custo. No entanto, como podem existir custos políticos e dificuldades administrativas para a coleta de impostos, trocar senhoriagem por impostos

“visíveis” teria custos. Conforme argumenta De Grauwe (2004), os países que costumavam usar relativamente bastante a senhoriagem terão perda de bem-estar ao ingressar em uma união monetária e terem que trocar parte das receitas de senhoriagem por impostos. Isso ocorrerá, segundo De Grauwe, porque cada país tem um ponto ótimo de receitas provenientes de senhoriagem e do sistema de impostos e esse ponto será alterado caso se forme uma união monetária.

Emerson et alli (1992) avalia que, como a senhoriagem será coletada em nível regional e depois retornará ao orçamento de cada país, não haverá perda de senhoriagem no total, embora os países com maiores taxas de inflação sofram uma perda líquida de senhoriagem. Mas esse resultado dependerá, em última instância, do mecanismo de alocação de recursos.

III.3.4 – Perda da possibilidade de usar o câmbio para corrigir problemas no comércio exterior

No âmbito de uma união monetária a política cambial não pode mais ser usada para modificar resultados no comércio exterior entre os países membros. Assumindo que o ponto de equilíbrio é a taxa de câmbio da moeda comum, qualquer fuga deste ponto de equilíbrio poderia gerar desvalorizações competitivas entre os países participantes. Podemos considerar então que este custo pode ser considerado de fato como um benefício no longo prazo, ao substituir desvalorizações competitivas por medidas mais eficientes de melhoria de saldo comercial. Cabe lembrar que a paridade face às moedas do resto do

mundo continuaria sendo definida pelo mercado, ou seja, o regime seria mantido flexível.

Como observa De Grauwe (2004), caso duas economias não estejam sob união monetária um choque simétrico pode desencadear uma onda de desvalorizações competitivas, o que implicaria na redução da eficácia das taxas de câmbio para solucionar problemas.

III.3.5 – Possível concentração geográfica de recursos.

A maior mobilidade de fatores pode levar à concentração de recursos em áreas mais desenvolvidas, o que aumentaria as desigualdades regionais. No caso de países em desenvolvimento este é um ponto bastante sensível.

Com relação ao desempenho das diferentes regiões que comporiam a união monetária europeia, o estudo de Emerson et alli (1992) diz que os efeitos tanto sobre as regiões menos desenvolvidas quanto sobre as mais desenvolvidas se anulam. As regiões mais avançadas têm economias de escala, mas as regiões mais atrasadas apresentam o atrativo de menores custos salariais e maior potencial de crescimento da produtividade. O resultado líquido tenderia então a não pender na direção de nenhuma das regiões.

Para Emerson et alli (1992), nem a experiência da comunidade europeia nem a teoria econômica suportam a tese de que regiões menos favorecidas seriam mais

ou menos privilegiadas num processo de integração monetária. No entanto, a eliminação de custos de transação será um benefício mais importante para os países com mercado financeiro menos desenvolvido e moedas mais fracas (além das regiões mais dependentes do fluxo turístico e das regiões mais abertas ao comércio exterior).

III.3.6 – Processo de Transição/Custos de Harmonização.

Em um processo de integração são necessárias medidas de convergência da legislação dos países membros, o que implica um custo durante o processo de transição¹⁸. Minford (2002) aponta que esse processo gera grandes custos ao implicar na criação de grandes instituições centrais.

Emerson et alli (1992) alerta que é necessária uma política de harmonização de impostos e serviços públicos para que bens públicos não sejam sub-ofertados e nem haja uma “guerra fiscal”. “Laws of monetary policy and exchange rate instrument at the national level will place new demands on budgetary policy at the national level for stabilization and adjustment purposes in the case of country-specific disturbances.” (Emerson et al, 1992, p. 23).

¹⁸ Conforme Giambiagi (2002), no âmbito do Mercosul seriam necessárias medidas para promover uma maior integração financeira antes da unificação para que os sistemas bancários passem a ter características mais próximas um do outro. Além disso seria necessário promover a livre circulação de fatores, acompanhada da harmonização da legislação trabalhista e da eliminação das exceções à Tarifa Externa Comum. Finalmente, para que o Brasil torne-se a “Alemanha do Mercosul” seria necessário obter inicialmente uma trajetória declinante para a relação dívida pública/PIB e também reafirmar o compromisso de convergência com a inflação internacional.

IV – MERCOSUL: UMA AREA MONETARIA OTIMA?

Neste capítulo vamos fazer uma descrição sucinta do que é o Mercosul. Analisaremos, também, dados que permitem comparar as características dos países do bloco e sua possível adequação aos critérios de áreas monetárias ótimas. Inicialmente faremos uma rápida revisão da experiência europeia, pois, além dessa experiência servir como parâmetro de comparação para qualquer processo de integração econômica atual, deixa clara a importância da vontade política no processo.

IV.1- A Experiência Europeia

A primeira etapa do processo de integração econômica europeu se consubstanciou na CECA – Comunidade Europeia do Carvão e do Aço, em 1951. Já em 1957 temos o tratado de Roma, que cria a CEE – Comunidade Econômica Europeia. 35 anos depois, o tratado de Maastrich, assinado em fevereiro de 1992, solidificou o objetivo de adotar uma moeda única na Europa. Mas esse objetivo só foi atingido em 1 de janeiro de 2002, quando foi criado o Euro, moeda atualmente adotada por 12¹⁹ dos 25 estados-membros da União Europeia. Estes doze países tem então uma única política monetária, executada pelo Banco Central Europeu-BCE, uma única taxa de câmbio e uma única taxa de juros.

¹⁹ Alemanha, Bélgica, Espanha, Grécia, Irlanda, França, Luxemburgo, Itália, Áustria, Holanda, Portugal e Finlândia. Três países ainda da chamada Europa dos 15 optaram por não aderir ao Euro: Reino Unido, Dinamarca e Suécia. Os 10 novos países, formando a Europa dos 25, pretendem adotar o Euro mas ainda estão sob um regime “probatório” de estabilização das taxas de câmbio.

O fator político é reconhecidamente o que mais pesou na decisão de implementar o Euro. As questões econômicas relativas à avaliação da União Européia ser ou não uma área monetária ótima foram deixadas em segundo plano, se não ignoradas. Embora a Comissão Européia, por meio do estudo de Emerson at alli (1992) defendesse que a adoção de uma moeda única européia traria mais benefícios econômicos do que custos, a região não atendia aos critérios tradicionais de áreas monetárias ótimas.

A razão para tanta vontade política é basicamente histórica: após duas grandes guerras que devastaram o continente no mesmo século, a Europa não podia mais admitir a possibilidade de entrar novamente em conflito. As iniciativas de integração (fundação da CECA) verificadas poucos anos após o fim da II guerra-mundial são um exemplo claro da política de promover a aproximação entre França e Alemanha em uma questão estratégica (no caso, a exploração do carvão e do aço da região). Com a unificação alemã de 1989, a intenção de promover uma maior integração européia também se fez presente e o tratado de Maastrich veio em seguida para lançar novos horizontes ao processo.

IV.2- O Mercosul

O Mercosul foi criado pelo Tratado de Assunção em 26 de março de 1991, tendo como países membros a Argentina, o Brasil, o Uruguai e o Paraguai. Seus

objetivos formalmente explicitados são criar um mercado comum, adotar uma política externa comum e coordenar políticas e harmonizar legislações com vistas a uma maior integração.

Desde 1º de janeiro de 1995 o Mercosul passou a contar com uma Tarifa Externa Comum – TEC, mas constitui-se ainda apenas uma União Aduaneira imperfeita, pois ainda existem exceções de tratamento para alguns setores.

Os blocos econômicos regionais têm ganho importância e visam melhorar o bem-estar de seus habitantes por meio do incremento das relações comerciais, econômicas e políticas entre seus membros. Isso é possível no sistema jurídico internacional atual por uma exceção a um artigo do GATT, o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio, que é a base da Organização Mundial de Comércio, a OMC: A cláusula da nação mais favorecida (artigo 1º do GATT) proíbe que se favoreçam (comercialmente) de forma discriminatória alguma nação. Uma exceção são os blocos econômicos regionais.

Embora o tratado de Assunção, que cria o Mercosul, se refira à construção de um Mercado Comum, o Mercosul é considerado uma União Aduaneira incompleta, pois ainda não tem uma Tarifa Externa Comum em todos os setores. Mas como União Aduaneira o Mercosul tem personalidade jurídica internacional, o que lhe permite negociar como bloco frente a outros blocos e/ou países.

IV.3- Literatura Aplicada sobre Uniões Monetárias

Para Giambiagi e Rigolon (1998) o Mercosul removeu barreiras que limitavam o comércio intra-regional, mas o aprofundamento do processo de integração parece requerer uma maior coordenação macroeconômica, sendo que a unificação monetária é uma alternativa de longo prazo para esse objetivo. Esse caminho proporcionaria uma maior credibilidade da política monetária, graças à criação de um banco central independente, a eliminação da incerteza cambial no interior da região e a redução dos custos de transação, o que incentivaria o crescimento do comércio e aumentaria a eficiência microeconômica.

Já os custos se resumiriam aos causados pela perda da capacidade de utilizar as políticas monetárias e cambiais de forma independente. Argumenta-se que, como o Mercosul não seria uma Área Monetária Ótima - AMO esses custos seriam grandes, mas Giambiagi e Rigolon defendem que o Mercosul pode tornar-se uma AMO após a integração monetária, pois os critérios para isso são endógenos. Além disso as economias da região tendem a aumentar cada vez mais seus fluxos comerciais (ficando mais abertas), a flexibilizar seu mercado de trabalho e a tornarem-se mais similares conforme aumenta o processo de integração.

Existem hoje 4 áreas monetárias regionais, entendidas como blocos onde três ou mais países utilizam uma moeda comum: União Monetária Européia; Área Monetária do Leste do Caribe; União Monetária e Econômica do Oeste da África e

Comunidade Econômica e Monetária Centro-Africana. Para uma lista das áreas monetárias regionais que existem ou já existiram no mundo ver Hawkins e Masson (2003).

Hawkins e Masson (2003) listam 13 propostas, políticas e/ou acadêmicas, de áreas monetárias regionais e citam estudo de Bayoumi e Einchengreen (1994) que conclui pela não existência de uma área monetária ótima nas Américas²⁰, segundo os critérios tradicionais da teoria de áreas monetárias ótimas. Já Alesina e Barro (2001) dizem haver uma área para o dólar que vai do Canadá até partes da América do Sul.

Levy-Yeyati e Sturzenegger (2000), Temprano Arroyo (2002) e Berg et al (2002) concluem que o Mercosul não é uma área monetária ótima, sendo que o primeiro estudo sugere a adoção do dólar americano como forma de a região ganhar credibilidade. **As principais razões apontadas para o Mercosul não constituir uma área monetária ótima são a pouca mobilidade de mão-de-obra, grandes diferenças de renda, pouca similaridade de choques, pouco comércio intra-bloco, ciclos de negócios não coordenados e a ausência de uma moeda que pudesse garantir credibilidade para a moeda comum.**

²⁰ Bayoumi e Einchengreen usaram uma abordagem com vetores autoregressivos e concluíram que apenas três conjuntos de países seriam uma área monetária ótima: Na Europa apenas Áustria, Bélgica, Dinamarca, França, Alemanha, Holanda e talvez a Suíça; no nordeste da Ásia seriam o Japão, a Coreia do Sul e Taiwan e no sudeste asiático Hong Kong, Indonésia, Malásia, Cingapura e talvez Tailândia.

Arestis e Paula (2003) defendem a necessidade de se contar com instituições “corretas” para atingir maiores níveis de emprego após um processo de união monetária. Para exemplificar os autores comparam o Mercosul à zona do Euro. Com base nessa comparação e nas teorias originárias da literatura de áreas monetárias ótimas os autores dizem que o mercado de fatores do Mercosul não é suficientemente unificado para atender aos critérios de uma OCA, além do volume de comércio intra-Mercosul ser ainda muito baixo. Ou seja, para os autores o Mercosul não satisfaz as pré-condições para a adoção de uma moeda única: “A monetary union requires achieving some convergence in terms of preferences between inflation and unemployment, among other macroeconomic variables. Although the process of democracy is consolidating in the Southern countries of Latin America, they are still far from a most balanced political system, mainly in the two bigger countries, Brazil and Argentina” (Arestis et al., 2003, p. 13).

Indo além, Arestis e Paula (2003) defendem que o modelo adotado na união monetária europeia não serviria de base para o Mercosul. Isso se daria porque, uma vez que os problemas sociais dos países do Mercosul são bem maiores que aqueles da zona do Euro, as políticas de contenção inflacionária nos moldes do adotado com o Euro representariam um custo social maior para o caso do Mercosul. **Seria necessário um mecanismo de transferências fiscais que dificilmente os países do Mercosul conseguiriam dispor.**

Em resumo Arestis e Paula (2003) entendem ser prematura a idéia de uma união monetária no Mercosul e, mesmo que não o fosse, a experiência européia não seria um modelo apropriado para a região do Mercosul.

Giambiagi (2002) concorda que Argentina e Brasil não atendem aos critérios para formação de uma área monetária ótima. Uma explicação sucinta é dada citando Alesina e Barro: “the determination of optimal currency áreas depends on a complex web of variables and interactions, including the size of countries, their “distance”, the levels of trading costs, the correlation between shocks, and on institutional arrangements that determine how the seignorage is allocated and whether transfers between members of a union are feasible. The type of country with the strongest incentive to give up its own currency is a small country with a story of high inflation that is close to a large and monetarily stable country” (Alesina e Barro (2000, p. 41-42).

Mas, de acordo com Gaimbiagi (2002), **se levarmos em consideração os critérios de formação de uma área monetária faria muito menos sentido que Brasil e Argentina utilizassem o dólar do que se ambos utilizassem uma nova moeda comum.**

Dorrucci et alli (2003) criaram um índice para medir o grau de integração institucional que compreende os estágios tradicionais (área de livre comércio, união aduaneira, mercado comum, união econômica e união monetária). Além disso criaram outro índice para aferir o grau de integração econômica, utilizando

medidas de integração financeira, monetária e real sugeridas pelas teorias de áreas monetárias ótimas. Os autores aplicaram esses índices ao Mercosul, utilizando a União Européia como parâmetro e chegaram a duas conclusões importantes:

- a) No caso da União Européia houve uma clara relação entre o desenvolvimento institucional e o econômico, durante o processo de integração. Além disso, a relação de causalidade foi nos dois sentidos, ou seja, quanto mais institucionalmente integrados mais economicamente integrados ficavam os países europeus e vice-versa e;
- b) O grau de integração do Mercosul medido pelo índice de Dorrucchi et alli (2003) atingiu em fins de 2001 uma posição similar à que a Europa já havia atingido no meio dos anos 60.

Dois dos problemas apresentados para esse baixo índice de integração do Mercosul, segundo Dorrucchi et alli, seriam a existência de uma lista de exceções à TEC e o fato de o Mercosul ter caráter intergovernamental e não supranacional.

É necessário analisar as estatísticas dos países do Mercosul para avaliar quais os critérios levantados pelas teorias de áreas monetárias ótimas são atingidos. Além disso é importante considerar que certas diferenças econômicas entre os países do bloco, como, por exemplo, os resultados fiscais, podem representar dificuldades para uma unificação monetária. A seção seguinte trata desse tema.

IV.4-Indicadores Relevantes

Nas tabelas e gráficos seguintes temos dados estatísticos dos países do Mercosul e de outros países selecionados. A intenção é ilustrar os pontos levantados pelas teorias de áreas monetárias ótimas, bem como possíveis critérios de convergência.

Na Tabela 1 temos os resultados fiscais acumulados em 12 meses na Argentina, Brasil, Paraguai e Uruguai. Podemos observar que a Argentina tem uma relação dívida líquida/PIB bastante elevada quando comparada com os níveis aceitáveis de acordo com o Tratado de Maastrich, por exemplo. Além disso, a Argentina está oficialmente em *default*, ou seja, o país está renegociando o pagamento de sua dívida externa após ter declarado a suspensão dos pagamentos. Esse é um problema importante que tem que ser resolvido de forma a não abalar a confiança futura nos países do Mercosul. Em termos de fluxo o resultado primário é positivo e o nominal é negativo, seguindo um padrão similar ao brasileiro. Esta semelhança pode ser considerada um fator positivo, pois facilitaria um processo de convergência com o objetivo de unificação monetária: como, para adotar uma moeda única, os países teriam que atender a critérios de convergência, quanto mais parecidas forem suas situações fiscais, mais fácil será coordenar as políticas fiscais.

Tabela 1
Resultados Fiscais Acumulados em 12 Meses - % do PIB

	ARGENTINA	BRASIL	URUGUAI	PARAGUAI
	dez/03**	mar/04**	jun/03**	mar/04**
Resultado Primário	2,1	2,8	2,2	1,7
Resultado Nominal	-4,7	-3,3	-4,4	0,4
Dívida Líquida*	129,4	53,4	82,4	25,0

*Argentina, Brasil e Uruguai: Setor Público Consolidado. Paraguai: Governo Nacional.

Em todos os casos se incluiu as reservas internacionais.

**Optou-se por selecionar os períodos mais recentes disponíveis.

Fonte: Grupo de Monitoramento do Mercosul - GMM.

Quanto ao Brasil, a dívida líquida do setor público consolidado é de 53,4% do PIB quando incluímos as reservas internacionais no cálculo. Este número é corriqueiramente apontado como próximo do limite da sustentabilidade²¹. Não vamos aqui entrar nesse tipo de consideração, mas apenas frisar que é um patamar alto, embora a situação brasileira possa ser classificada como melhor que a da Argentina. Este país, como visto, suspendeu os pagamentos de sua dívida e a está renegociando²². Partindo do suposto de que o mercado penalizará a Argentina o país terá dificuldades para receber novos investimentos estrangeiros e para contrair novas dívidas.

Com relação ao Paraguai pode-se observar uma dívida reduzida, relativamente aos outros países do bloco. Além disso tanto o resultado primário quanto o nominal são positivos. Os dados mostram então que em termos fiscais a situação

²¹ A questão da sustentabilidade depende não só do tamanho da dívida pública em relação ao PIB, mas também do crescimento desse PIB, das taxas de juros reais etc.

²² Conforme o jornal Folha de São Paulo, de 14 de setembro de 2004, a República Argentina está com mais de US\$ 100 bilhões em moratória e ofereceu pagar 25% do valor investido pelos aplicadores em um prazo entre 30 e 40 anos. Desse total os próprios argentinos são credores de 38,4%. Mas o processo de renegociação está sendo difícil, conforme atesta o seguinte exemplo: De acordo com o jornal Financial Times, de 13 de

do Paraguai é relativamente confortável. Finalmente temos o Uruguai, cujos resultados nominal e primário, com -4,4 e 2,2 pontos percentuais em relação ao PIB, também seguem o mesmo padrão de Brasil e Argentina. A dívida pública também é relativamente alta, atingindo 82,4% do PIB.

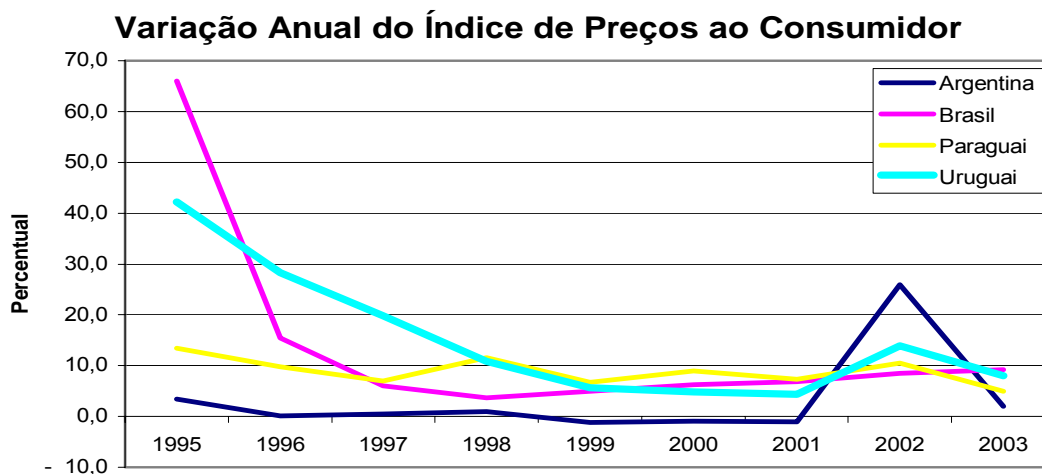
Estes dados mostram que a situação da dívida pública argentina é a pior dentre os membros do Mercosul. Isso é um grande problema para um possível processo de unificação monetária devido ao esforço que terá de ser feito para atingir possíveis critérios de convergência deste indicador (assumindo um processo similar ao verificado na unificação europeia)²³. No geral o Paraguai apresenta os melhores indicadores fiscais, enquanto que o Brasil está em uma situação próxima à média do bloco.

O gráfico 1 mostra a inflação acumulada anual de 1995 a 2003. De forma geral os quatro países seguem aproximadamente a mesma tendência, mas a Argentina mostra um comportamento mais diferenciado, pois era o país de menor inflação até o fim do *currency board* em 2001, quando então passa a ter taxas altíssimas em 2002 e logo depois volta a ser a menor inflação do bloco em 2003. Podemos dizer então que há uma certa convergência das taxas de inflação no Mercosul nos últimos dois anos.

setembro de 2004, um importante credor venceu uma ação contra a República Argentina em 31 de agosto de 2004 para o pagamento de US\$ 740 milhões de títulos atrasados do país.

²³ No caso da União Europeia um dos critérios de convergência para adotar o Euro é uma dívida pública de no máximo 60% do PIB.

Gráfico 1



Fontes: Para dados ate 2002: Anuário Estadístico de America Latina y el Caribe, CEPAL, 2003.

http://www.eclac.cl/badestat/anuario_2003/esp.htm

Para dados de 2003: IPEA DATA: <http://www.ipeadata.gov.br> e Banco Central: <http://www.bc.gov.br>

A tabela 2 seguinte mostra a evolução da participação do comércio intra-bloco, de 1985 a 2002, de algumas regiões selecionadas. A intenção é comparar este indicador para o Mercosul em relação a outros exercícios de integração, pois uma maior participação de comércio intra-bloco tem duas conseqüências para a análise custo-benefício de uma união monetária: a) por um lado leva a uma redução dos custos envolvidos na formação de uma união monetária devido à tendência de maior convergência dos ciclos de negócios e; b) por outro lado implica maiores benefícios através de uma redução maior nos custos de transação e na maior estabilidade do comércio intra-região.

Tabela 2
Comércio Intra-Regional

	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002
União Européia	60.82	59.18	65.93	62.41	62.09	61.27	61.01
Zona do Euro	51.44	48.01	55.09	52.12	50.76	50.16	49.77
União Européia (25)	60.95	59.29	67.06	66.08	67.20	66.65	66.60
CARICOM*	5.34	6.35	8.13	12.07	14.57	13.34	13.48
MERCOSUL	11.60	5.54	8.86	20.28	20.85	17.30	17.69
NAFTA**	33.62	43.92	41.39	46.24	55.74	55.55	55.99
ASEAN***	17.35	18.63	18.95	24.64	23.00	22.36	22.83

Fonte: UNCTAD-Handbook of Statistics.

*Comunidade do Caribe.

**Acordo de Livre Comércio da América do Norte.

***Associação das Nações do Sudeste Asiático.

O Mercosul apresenta uma baixa proporção de importações e exportações transacionadas entre os próprios países do bloco. De acordo com teorias de áreas monetárias ótimas vistas no capítulo 1 sabemos que esse ponto é um aspecto negativo para uma unificação monetária. Nos anos 90 houve uma tendência de aumento deste indicador para o Mercosul, mas ela foi seguida recentemente de uma pequena queda. Esta deve-se principalmente aos problemas cambiais enfrentados pelas economias do bloco no início da primeira década deste século, embora tenha havido uma forte recuperação em 2003²⁴. Quanto à zona do Euro, espera-se uma elevação do percentual de comércio intra-bloco nos próximos anos devido à adoção da moeda única. Em ambos os casos não é possível afirmar que existe uma tendência definida para essas variáveis.

²⁴ Segundo o Ministério das Relações Exteriores do Brasil, dados parciais de 2003 indicam uma participação do comércio intra-Mercosul de 20% das exportações totais e de 27% das importações totais dos países membros.

A tabela 3 mostra a participação das exportações bilaterais no PIB de cada país. Podemos observar que a maior relação é das exportações do Paraguai para o Brasil: 8,66% do PIB paraguaio. Em termos conjuntos as menores relações comerciais como percentual do PIB são entre a Argentina e o Paraguai (0,76%) e entre a Argentina e o Uruguai (0,73%). Isso significa que para os dois menores países do Mercosul é mais importante ter estabilidade de suas taxas de câmbio com relação ao Real do que ao Peso argentino.

Tabela 3
Participação das Exportações Bilaterais no Produto Interno Bruto

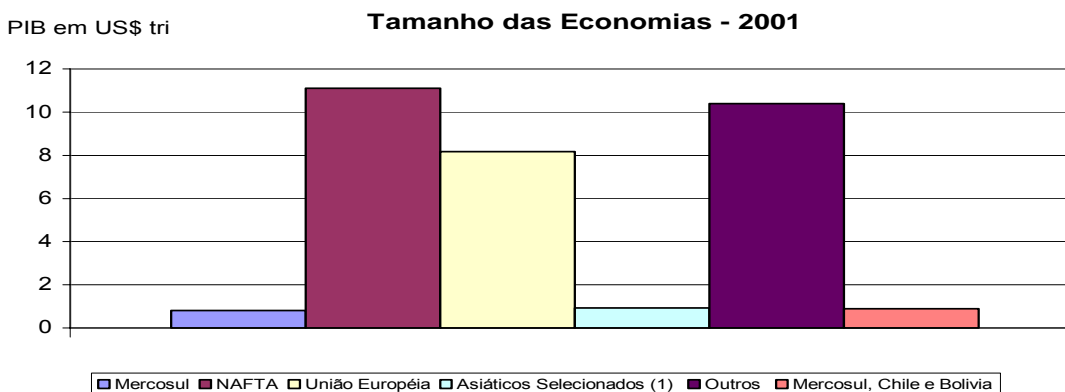
	Do Brasil para a Argentina	Da Argentina para o Brasil	Do Brasil para o Uruguai	Do Uruguai para o Brasil
	Brasil e Argentina:		Brasil e Uruguai:	
Valor das exportações bilaterais	USD 4.559.060	USD 4.949.485	USD 403.044	USD 554.128
Ano	2003	2003	2003	2003
PIB:	Brasil	Argentina	Brasil	Uruguai
Participação das exp. Bilaterais/PIB:	USD 452.410.100	USD 102.041.900	USD 452.410.100	USD 12.324.700
Média da participação bilateral:	1,01%	4,85%	0,09%	4,50%
	2,93%		2,29%	
	Do Brasil para o Paraguai	Do Paraguai para o Brasil	Da Argentina para o Uruguai	Do Uruguai para a Argentina
	Brasil e Paraguai:		Argentina e Uruguai:	
Valor das exportações bilaterais	USD 706.730	USD 484.221	USD 531.835	USD 115.693
Ano	2003	2003	2002	2002
PIB:	Brasil	Paraguai	Argentina	Uruguai
Participação das exp. Bilaterais/PIB:	USD 452.410.100	USD 5.594.000	USD 102.041.900	USD 12.324.700
Média da participação bilateral:	0,16%	8,66%	0,52%	0,94%
	4,41%		0,73%	
	Da Argentina para o Paraguai	Do Paraguai para a Argentina	Do Uruguai para o Paraguai	Do Paraguai para o Uruguai
	Argentina e Paraguai:		Uruguai e Paraguai:	
Valor das exportações bilaterais	USD 340.750	USD 66.354	USD 61.453	USD 243.116
Ano	2002	2003	2002	2003
PIB:	Argentina	Paraguai	Uruguai	Paraguai
Participação das exp. Bilaterais/PIB:	USD 102.041.900	USD 5.594.000	USD 12.324.700	USD 5.594.000
Média da participação bilateral:	0,33%	1,19%	0,50%	4,35%
	0,76%		2,42%	

Fonte: Exportações e PIB: Banco de Dados Estatísticos de Comércio Exterior, CEPAL. Valores em milhares de dólares. PIB de 2002.

Quanto ao tamanho das economias (gráfico 2) o Mercosul tem um PIB muito menor que a União Europeia ou o NAFTA. Esse aspecto é importante para ressaltar dois pontos: a) O espaço para ganhos de escala dentro do Mercosul é relativamente reduzido, pois o mercado consumidor é bem menor que os do NAFTA e da União Europeia e; b) Os possíveis ganhos geopolíticos de uma unificação mais forte do Mercosul são também reduzidos, pois o bloco tem um

peso econômico nas relações internacionais bastante inferior aos do NAFTA e da União Européia.

Gráfico 2



Fonte: FMI (Direction of Trade Statistics), Indicadores Macroeconômicos do Mercosul e Sistema de Informação da ALADI.

(1) Coreia do Sul, Hong-Kong, Malásia, Singapura e Tailândia.

Um dos aspectos mais problemáticos do Mercosul é a grande diferença de tamanho entre as economias do bloco. Dessa maneira os custos e benefícios resultantes de um processo de unificação monetária atingiriam os países de maneira muito diferente. Além disso, a exemplo do que ocorre na União Européia, é muito difícil estabelecer um critério de votação sobre assuntos fundamentais que leve em conta essa disparidade sem acabar por praticamente ignorar a opinião dos países menores. A tabela 4 traz uma comparação entre a maior e a menor economia tanto do Mercosul quanto da zona do Euro²⁵, em termos econômicos e populacionais. Traz também uma comparação da participação econômica e populacional das maiores economias citadas com relação aos seus respectivos blocos.

Tabela 4
Diferenças Intra-Blocos

Ano: 2003	PIB*	População**
Brasil:	492	177
Paraguai:	6	6
Proporção:	1,22%	3,39%
Alemanha:	2401	83
Portugal:	149	10
Proporção:	6,21%	12,05%
Zona do Euro:	8002	295
Alemanha:	2401	83
Peso relativo:	30,00%	28,14%
Mercosul:	639	224
Brasil:	492	177
Peso relativo:	77,00%	79,02%

Fonte: Banco Mundial, Data & Statistics

*Em bilhões de dólares.

**Em milhões.

Podemos observar que o Produto Interno Bruto do Paraguai é apenas 1,22% do PIB brasileiro e que a população do Paraguai é apenas 3,39% da brasileira. Já quando observamos a situação da zona do Euro temos que Portugal tem um PIB equivalente a 6,21% do PIB alemão e uma população igual a 12,05% da população alemã. Se compararmos o tamanho da economia alemã, que é a maior da zona do Euro, com o restante do bloco vemos que esta corresponde a 30% do PIB total. No caso do Mercosul o Brasil detém 77% da economia do bloco. Em termos populacionais o quadro de desigualdade se repete: A Alemanha representa 28% da população da zona do Euro, enquanto que o Brasil responde por 79% da população do Mercosul.

A tabela 5 mostra a participação dos setores agropecuário (agricultura, caça, silvicultura e pesca), mineral e manufatureiro de cada país do Mercosul nas suas

²⁵ Não consideramos Luxemburgo por se tratar de um exemplo que distorceria a análise.

respectivas exportações para os outros países do bloco. Pode-se observar nesses dados que Brasil e Uruguai são os dois países que exportam relativamente mais produtos manufaturados para o restante do Mercosul. Observa-se também que o Paraguai é o país que se concentra mais nos produtos agropecuários. A Argentina parece ter uma distribuição equilibrada de suas exportações, de acordo com o grau de desagregação mostrado. Na medida em que esses padrões de comércio refletem estruturas produtivas dos países exportadores e não intervenções de políticas comerciais e outras, essa análise permite inferir que o Paraguai tem estrutura produtiva muito diferente da do Brasil, por exemplo, e que isso implica a existência de uma maior probabilidade de choques assimétricos atingirem essas economias. A Argentina também tem uma estrutura bastante diferente da do Brasil.

Tabela 5
Exportações Argentinas (em %)

Produtos:	Destino:	Brasil(2003)	Uruguai(2002)	Paraguai(2002)
Agropecuários		24,4	10,11	3,79
Minerais		10,38	4,97	9,95
Manufaturados		65,22	84,92	86,26

Exportações Brasileiras (em %)

Produtos:	Destino:	Argentina(2003)	Uruguai(2003)	Paraguai(2003)
Agropecuários		2,63	6,93	1,43
Minerais		3,41	2,25	0,64
Manufaturados		93,96	90,82	97,93

Exportações Uruguaias (em %)

Produtos:	Destino:	Brasil(2003)	Argentina(2002)	Paraguai(2002)
Agropecuários		15,22	0,8	0,14
Minerais		0,04	0,32	0
Manufaturados		84,74	98,88	99,85

Exportações Paraguaias (em %)

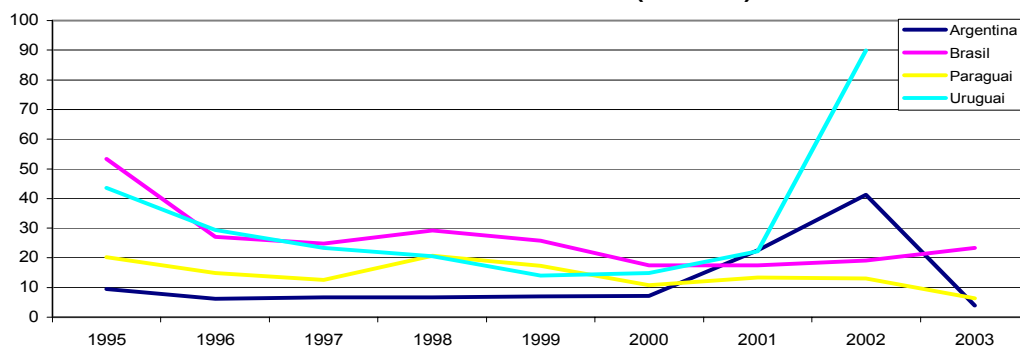
Produtos:	Destino:	Brasil(2003)	Argentina(2003)	Uruguai(2003)
Agropecuários		72,72	22,32	47,62
Minerais		0	0,17	0
Manufaturados		27,28	77,51	52,38

Fonte: BADECEL - Banco de Dados Estatísticos de Comércio Exterior, disponível em:

<http://www.eclac.cl>

Finalizamos a parte de estrutura das exportações e vamos agora comparar o comportamento de uma variável importante para a análise: os juros nominais. O gráfico 4 mostra os juros nominais dos países do Mercosul. O comportamento dos juros serve para verificarmos o quanto a política monetária foi utilizada de forma diferente pelos países membros do bloco. Quanto mais similares forem os juros mais similar será o comportamento da autoridade monetária nacional. Além disso uma convergência das taxas nominais de juros pode ser usada como uma medida do grau de integração dos mercados financeiros. Quanto mais similares forem os juros mais integrados seriam os mercados e, conseqüentemente, menores seriam os custos de se adotar uma moeda única²⁶. Novamente a Argentina apresenta comportamento diferenciado devido aos anos de *currency board*. Além disso observamos que o Uruguai elevou fortemente seus juros a partir de 2001, devido aos efeitos da desvalorização e do bloqueio bancário na Argentina²⁷.

Gráfico 4
Taxas de Juros Nominais (% anual)

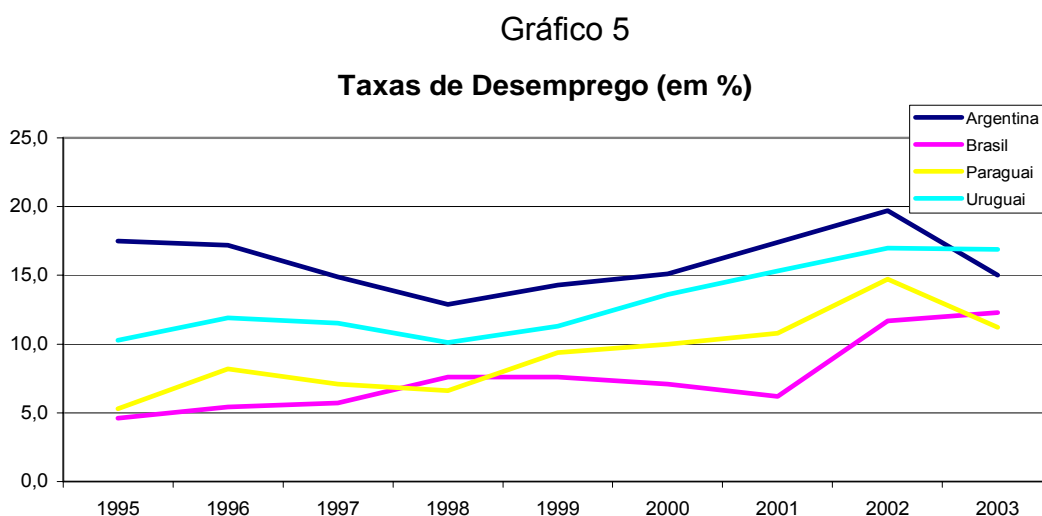


Fonte dos dados: Bancos Centrais

²⁶ A razão básica, conforme será visto em mais detalhes no capítulo IV, é que um mercado financeiro integrado pode agir como um “seguro” contra choques assimétricos, conseguindo ajudar a estabilizar a renda dos países do bloco.

²⁷ A desvalorização cambial Argentina e o bloqueio bancário que se seguiu tiveram como conseqüência um movimento de saques e a perda de reservas cambiais por parte do Uruguai. Isso ocorreu porque grande parte dos depósitos em bancos uruguaios era de argentinos, que, com a crise bancaria em seu país tiveram que recorrer a saques nos bancos uruguaios.

A questão do desemprego (gráfico 5) também merece bastante atenção, pois uma possível avaliação dos custos e benefícios de uma moeda única passa pelas preferências (ou até tolerância) dos agentes de um país em relação às taxas de desemprego e inflação. Além disso temos que diferentes taxas de desemprego podem ser uma *proxy* para o grau de flexibilidade no mercado de trabalho: quanto maior o desemprego menos flexível seria o mercado de trabalho. Para visualizarmos as diferenças entre as taxas de desemprego nos países do Mercosul temos o gráfico 5 abaixo. Embora não haja padrão definido na tendência dos países, pode-se inferir que a Argentina, por apresentar na maior parte do período as maiores taxas de desemprego, é o país com maior tolerância ao mesmo e o país com mercado de trabalho menos flexível.



Fonte: BADEINSO - Base de Estatísticas e Indicadores Sociais, CEPAL.

Embora não tenhamos um gráfico ou tabela para ilustrar os ciclos econômicos dos países do Mercosul, alguns dados ajudam a elucidar esse ponto. Corrêa (2003) analisa as diferenças entre os ciclos de negócios do Brasil e da Argentina utilizando dados do PIB de 1900 até 2000. Suas conclusões foram que o comportamento das duas economias foi bastante diferente, com o Brasil apresentando altas taxas de crescimento em suas fases de expansão e poucas depressões fortes. Já a Argentina apresentou depressões mais fortes e suas taxas de crescimento nos períodos de expansão foram menores que as que se observou para a economia brasileira. De maneira mais geral, Dorrucci et alii (2002) concluem que a correlação dos ciclos econômicos, a convergência da inflação e o grau de integração dos mercados financeiros são persistentemente maiores entre os 6 países do núcleo da zona do Euro²⁸ do que entre os países do Mercosul.

Hallwood et al (2004) usam um VAR para analisar o grau de assimetria dos choques que atingem os países do Mercosul, os EUA e a Venezuela. A conclusão é que os choques macroeconômicos entre os EUA e os países do Mercosul são bastante assimétricos, o que significa que uma dolarização não seria uma política recomendável nesse caso. Corroborando essa afirmação Hallwood cita vários estudos, dentre eles: Siklos (2002) e Karras (2000). Por outro lado, entre os países do Mercosul os choques são menos assimétricos, chegando, inclusive, a níveis próximos dos verificados na Europa antes da re-unificação alemã.

²⁸ Bélgica, França, Itália, Luxemburgo, Holanda e Alemanha.

Hallwood et al (2004) discutem a questão da endogeneidade das área monetárias ótimas. Criticam a proposição de Frankel e Rose (1998), segundo a qual existe um canal de transmissão entre a adoção de uma moeda comum e o aumento da correlação dos ciclos de negócios. Nessa linha, outros estudos dão apoio à idéia de uma ligação, via aumento de comércio bilateral, entre moeda única e aumento da correlação dos ciclos de negócios²⁹. Para Hallwood et al o estudo de Frankel e Rose não oferece evidências satisfatórias, pois sua abordagem econométrica é falha³⁰. Como cita Hallwood, Ahumada e Martirena-Mantel (2001) aplicaram as técnicas de Frankel e Rose para os países do Mercosul e não encontraram apoio para a hipótese de uma ligação positiva entre aumento de fluxo comercial e de correlação dos ciclos.

Hallwood et al (2004) vai além e lança dúvidas até se uma união monetária não diminuiria a correlação do ciclo de negócios entre os países. Essa argumentação encontra uma explicação interessante em Kalemli-Ozcan, Sorensen e Yosha (2000), segundo os quais uma maior integração do mercado de capitais incentivaria uma maior especialização, o que vai em linha com o pensamento de Krugman (1993). Segundo esse argumento, uma maior especialização gera maiores diferenças entre os ciclos de negócios.

²⁹ Ghosh (2002) e Glick e Rose (2002).

³⁰ Não incluiria nenhuma variável de controle para uniões monetárias.

Outro aspecto que parece estar claro é a importância relativa do Brasil no Mercosul. “Mercosur is a larger trade partner for all Mercosur members other than Brazil” (Hallwood et al, p. 9, 2004).

Com relação aos choques permanentes Hallwood et al (2004) encontrou que os distúrbios entre Brasil e Argentina têm uma correlação de 0,22. Entre Brasil e Uruguai temos 0,17 e entre Argentina e Uruguai 0,38. Com relação aos choques temporários temos correlações de $-0,14$ entre Brasil e Argentina, $0,37$ entre Argentina e Uruguai e de $-0,07$ entre Brasil e Uruguai. Apesar de, na opinião de Hallwood, não termos uma união monetária óbvia, é lembrado o fato de que a Europa antes de 1989 apresentava correlações de choques entre 0,2 e 0,5. **Isso pode significar tanto que a Europa considerou critérios políticos com maior peso que critérios econômicos quanto também pode significar que o Mercosul pode almejar, no futuro, uma união monetária. A questão seria então qual o prazo e as medidas necessárias para uma maior integração.**

V – ASPECTOS FISCAIS

Vamos analisar, agora mais detalhadamente, os benefícios e custos que implicam em possíveis alterações da situação fiscal dos países. Vamos estimar a possível perda de senhoriagem dos países do Mercosul, bem como aplicar um jogo bem conhecido na literatura sobre teoria dos jogos para acessar a questão dos ganhos

em termos de redução da inflação. Serão apresentadas digressões sobre o potencial de redução do risco-país e dos juros; sobre o risco de perda de credibilidade por *default* de país membro e; sobre os custos de harmonização. Faremos também uma demonstração gráfica da necessidade de coordenação macroeconômica, em uma situação de moeda única.

V.1 – Menor Variabilidade de Preços Relativos / Maior credibilidade no combate à inflação.

Para acessar esse ganho proporcionado por uma união monetária vamos demonstrar o argumento de que uma união monetária pode dar mais credibilidade à política monetária (sobretudo de países com maiores históricos inflacionários). Vamos adotar essa alternativa e utilizar a teoria dos jogos para nosso objetivo.

Inicialmente empregadores e trabalhadores negociam os salários nominais. Em seguida a Autoridade Monetária decide a oferta monetária, determinando assim a taxa de inflação. Os agentes tentarão prever qual será a taxa de inflação, pois assume-se que os salários não possam ser perfeitamente indexados. Sendo assim o *pay-off* dos agentes é dado por:

$$-(\pi - \pi^e)^2$$

Essa função atinge seu máximo quando $\pi = \pi^e$, que corresponde ao caso onde os agentes conseguem prever qual será a inflação observada.

Caso a inflação observada seja maior que a prevista pelos agentes teremos uma queda dos salários reais. Isto fará com que as firmas contratem mais e a produção seja aumentada. A autoridade Monetária tem então que escolher entre manter a inflação reduzida ou reduzir o desemprego³¹. O *pay-off* da Autoridade Monetária será dado por:

$$U(\pi, y) = -c\pi^2 - (y - y^*)^2 \quad (1)$$

$$y = by^* + d(\pi - \pi^e) \quad (2)$$

Se $\pi > \pi^e$, então $y = y^* + d\Phi$, ou seja, y será maior que y^* .

Pode-se observar então que a Autoridade Monetária deseja ou que a inflação não seja antecipada, para aumentar a produção, ou que a inflação seja zero (podendo ser antecipada).

U: Função utilidade da Autoridade Monetária

π : Taxa de inflação observada;

π^e : Taxa de inflação esperada;

Y : PIB real;

Y^* : PIB potencial;

d : Efeito da inflação-surpresa sobre a produção.

B : É um valor menor que 1 que reflete a presença de poder monopolista.

Este jogo seqüencial consiste primeiramente na ação dos agentes. Estes formulam suas expectativas de inflação da melhor maneira possível, pois seu *pay-off* será maior se suas expectativas forem as mais próximas possíveis da inflação que será observada. Dito de outra forma, os agentes querem maximizar $-(\pi - \pi^e)^2$.

Em seguida os Bancos Centrais escolhem a taxa de inflação necessária para maximizar seu *pay-off*, que será igual a U . Substituindo a equação (2) na equação (1) o problema a ser resolvido pelos Bancos Centrais passa a ser então:

$$MaxW(\pi, \pi^e) = -c\pi^2 - [(b-1)y^* + d(\pi - \pi^e)]^2$$

A condição de primeira ordem deste problema (CPO) é uma taxa de inflação em função das expectativas de inflação dos agentes ($\pi^*(\pi^e)$) e é encontrada da seguinte forma:

³¹ Observe-se que estamos tratando aqui de um horizonte de curto prazo, onde estamos assumindo a não-

$$\begin{aligned} \Delta W/\pi &= -2c\pi - 2(b-1)y^*d - 2d^2\pi + 2d^2\pi^e = -2c\pi - 2d^2\pi - 2(b-1)y^*d + 2d^2\pi^e \\ &= c\pi - d^2\pi + (b-1)y^*d - d^2\pi^e = \pi(c + d^2) - d[(1-b)y^* + d\pi^e] = \pi(c + d^2) = d[(1-b)y^* + d\pi^e] \\ \pi &= d/(c+d^2) [(1-b)y^* + d\pi^e] \end{aligned}$$

$$\pi^*(\pi^e) = \frac{d}{c + d^2} [(1-b)y^* + d\pi^e]$$

Os agentes buscarão maximizar a equação (3), cuja solução é a equação (4)

$$-[\pi^*(\pi^e) - \pi^e]^2 \quad (3)$$

$$\pi^e = \frac{d(1-b)}{c} y^* = \pi_s \quad (4)$$

Como os agentes são racionais temos que a inflação esperada será igual à inflação observada: $\pi^*(\pi^e) = \pi^e = \pi_s$, onde π_s é o resultado do jogo entre os agentes e a Autoridade Monetária. Quando as expectativas dos agentes são corretas, o custo da Autoridade Monetária em aumentar a inflação acima de π_s é exatamente igual ao benefício de uma inflação não-esperada. Sendo racionais as expectativas dos agentes ($\pi^e = \pi$), a taxa de inflação que maximiza o *pay-off* da Autoridade Monetária é $\pi = 0$, pois assim temos:

$$W_c(\pi, \pi^e) = -[(b-1)y^*]^2$$

Se $\pi^e = \pi > 0$, teremos um *pay-off* pior:

$$W_s(\pi, \pi^e) = -c\pi^2 - [(b-1)y^*]^2$$

Se $\pi^e > \pi$, teremos um *pay-off* ainda pior:

$$W_d(\pi, \pi^e) = -c\pi^2 - [(b-1)y^* + d(-\varphi\pi^e)]^2$$

No caso onde o governo tem credibilidade suficiente teremos $\pi = \pi^* = 0$ ou outro valor desejado, como, por exemplo, uma meta de inflação. Dessa forma a Autoridade Monetária terá um *pay-off* igual a W_c ou W_s , respectivamente

Donde podemos concluir que $W_c > W_s > W_d$. A situação atual do Brasil, por exemplo, pode ser classificada como estando ligeiramente à direita de W_s , pois a política monetária tem certo grau de credibilidade, mas não é total. Na hipótese de se adotar uma moeda única entre os países do Mercosul seria mais difícil abandonar metas de inflação, pois um banco central independente supranacional, interessado em manter a credibilidade e o valor estável da moeda daria mais credibilidade ao compromisso. Nesse caso, assumindo total credibilidade, poderíamos estar no ponto W_s ou até no ponto W_c .

V.2 – Perda de senhoriagem.

Seguindo abordagem de Emerson et al (1992), o custo associado à perda da receita de senhoriagem pode ser obtido da seguinte forma:

Assume-se uma representação da função perda como $L = ap^2 + t^2$, onde “p” é a taxa de inflação, “t” é a taxa de impostos e “a” é um parâmetro que replica a distorção relativa de impostos e inflação. O governo tem então que minimizar “L” sujeito à restrição $mp + t = e$, onde “m” é a base monetária e “e” é o gasto público, sendo essas duas variáveis medidas como proporção do PIB:

$$\text{Min } L = ap^2 + t^2$$

$$\text{Sujeito a: } mp + t = e$$

Resolvendo esse problema de minimização com restrição obtemos a taxa de inflação ótima:

$$p^* = em/(a+m^2)$$

Este resultado pode ser aproximado para:

$$p^* = em/a$$

Isso implica que, se o uso do imposto inflacionário é mais distorcivo que o uso de impostos comuns (ou seja, o valor de “a” é grande) temos um incentivo para usar menos a inflação (“p*” diminui). No caso de uma união monetária em que tenhamos uma diminuição dos níveis inflacionários, um menor uso do imposto inflacionário e um valor de “a” constante, sairemos do ponto ótimo da escolha entre inflação e impostos comuns.

Cysne (2000) estimou que o imposto inflacionário³² no Brasil entre julho de 1994 e junho de 1997 era, em média, de 2,4 bilhões de dólares anuais. Para chegar a esse valor o autor considerou os juros reais negativos pagos pela base monetária e as transferências inflacionárias para os bancos públicos.

Hawkins e Masson (2003) estimaram que o Brasil ganha cerca de 0,8% do PIB em senhoriagem. O cálculo foi feito multiplicando-se a taxa de retorno dos ativos do banco central pelo volume de moeda em emissão. Argumenta-se então que essa perda seria pequena comparada com as perdas causadas por crises financeiras e bancárias. Como a inflação no bloco não será zero, apenas uma parte dessa senhoriagem será perdida. Assumindo que esta possa ser substituída por impostos formais esse custo seria, a nosso ver, insignificante.

³² Imposto inflacionário é, por definição, o valor que os agentes devido a inflação ao deter saldos monetários reais. Já a senhoriagem refere-se a receita obtida pelo governo pela diferença entre o poder de compra da moeda e seu custo de impressão. Quando o saldo real de moeda não se altera ao longo do tempo, ou seja,

Seguindo a metodologia proposta por Hawkins e Masson (2003) vamos calcular os ganhos de senhoriagem que os países do Mercosul obtêm, como proporção de seu PIB. Para tanto multiplicamos os valores de base monetária pelas remunerações dos títulos do Banco Central ou do Tesouro Nacional dos respectivos países. Em seguida dividimos o resultado pelo PIB correspondente. Os resultados estão na tabela seguinte.

Tabela 7

Estimativa de Ganhos de Senhoriagem

Em % do PIB - valores de dez/2003

	Brasil	Argentina	Paraguai	Uruguai
Base Monetaria na moeda do pais	73.219	45.378	2.404.216	13.867
Remuneracao dos titulos publicos	16,33%	8,99%	12,80%	17,00%
PIB na moeda do pais	1.514.924	385.236	32.808.402	315.446
Senhoriagem como proporcao do PIB	0,79%	1,06%	0,94%	0,75%

PIB e Base Monetaria estao em milhoes nas respectivas moedas.

*Uruguai: Letras do BCU de 120 dias, taxa ao ano. Paraguai: media dos instrumentos do BC paraguaio.

Argentina: LEBAC de 12 meses. Brasil: SELIC anualizada.

Cabe observar que os valores, quando comparados com os resultados obtidos no ano anterior (2002), mudaram bastante em alguns casos. Por exemplo: Na Argentina a base monetária praticamente dobrou em 2003, comparativamente a 2002. No Paraguai os juros dos títulos do Banco Central se reduziram quase pela metade na comparação entre 2002 e 2003. De qualquer forma os resultados permitem dizer que os países do Mercosul tem receitas de senhoriagem como proporção do PIB relativamente parecidas.

quando os agentes mantém um valor constante de saldos reais, a senhoriagem e o imposto inflacionário tem o mesmo valor.

Sabemos que um dos custos em formar uma área monetária é a perda de senhoriagem. Como a perda de receita da senhoriagem pode ser substituída por impostos formais o custo se daria sob a forma de impedir que o governo iguale o custo marginal da taxaço com o custo marginal da infla  o.

V.3 – Risco de perda de credibilidade por default de país-membro.

Esses custos seriam uma soma dos riscos de contamina  o e das perdas indiretas de comércio, sendo que estas serão aqui negligenciadas por seu caráter indireto e porque assume-se que toda queda de comércio será moment  nea³³. Restaria então a questão da contamina  o, que já ocorre, mas seria acentuada pela maior integra  o. O custo seria dado pela diferença entre os custos de contamina  o antes e depois da integra  o monetária.

No Mercosul todos os países, com exce  o do Paraguai, têm uma d  vida pública relativamente elevada. E quanto maior fosse a percep  o, por parte dos investidores, de que os outros países do bloco iriam socorrer o país que entrou em *default*, maior seria o prêmio de risco exigido de todo o bloco dali em diante.

A probabilidade de o bloco como um todo perder, após uma unifica  o monetária, credibilidade devido a um *default* ($P(Y)$)    dada pela intera  o da união das

probabilidades dos eventos de *default* em cada país com a probabilidade de que o mercado considere que o bloco é afetado pelo problema do país em *default*, dada por $P(X)$, ou seja:

$$P(Y) = P(A_1 \cup A_2 \cup \dots \cup A_k) * P(X) \quad (1)$$

Sejam A_1, \dots, A_k , quaisquer k eventos. Temos então a equação abaixo (2), que nos dá a probabilidade de ao menos um evento, dentre k possíveis, ocorrer. Então:

$$P(A_1 \cup A_2 \cup \dots \cup A_k) = \sum_{i=1}^k P(A_i) - \sum_{i < j=2}^k P(A_i \cap A_j) + \sum_{i < j < r=3}^k P(A_i \cap A_j \cap A_r) + \dots + (-1)^{k-1} P(A_1 \cap A_2 \cap \dots \cap A_k)$$

Pela equação sabemos que (2) > $P(A_k)$, ou seja, a probabilidade de ao menos um país do bloco entrar em *default* é maior que a probabilidade individual de qualquer país do bloco o fazer. Observamos também que (1) < (2), pois para obtermos (1) multiplicamos (2) por um número entre 0 e 1, representando $P(X)$. Além disso, necessariamente (1) > $P(A_k)$.

Ou seja, embora a probabilidade de que ao menos um país do Mercosul venha a entrar em *default* seja maior que a probabilidade de um determinado país do Mercosul entrar em *default*, temos que multiplicar essa probabilidade pela

³³ Assume-se, para isso, que o bloco pode aumentar suas transações fora da área monetária quando ocorrerem problemas com alguma economia do bloco.

probabilidade de o mercado não diferenciar os países. O resultado é a probabilidade de perda de credibilidade por *default* de país-membro.

V.4 – Redução do prêmio de risco e das taxas de juros, maior estabilidade econômica e menor necessidade de reservas cambiais.

Conforme explicam Garcia e Olivares (2001), a taxa de juros doméstica pode ser dividida em: taxa de juros internacional, *forward premium* (desvalorização esperada somada ao prêmio de risco cambial) e diferencial da paridade coberta da taxa de juros (risco-país).

O risco cambial e o risco-país podem ser medidos pelo prêmio de risco exigido por investidores para comprar títulos, mesmo que denominados em moeda forte, de determinado país. O benefício de redução do prêmio de risco ocorreria se após a formação de uma área monetária este fosse menor que o observado anteriormente.

Para obter-se uma redução do prêmio de risco pago pelos títulos emitidos pelos países do Mercosul seria necessário melhorar a percepção de risco por parte dos investidores. As agências classificadoras de risco³⁴ davam em agosto de 2004 as seguintes classificações aos títulos soberanos de países selecionados:

³⁴ As agências de rating procuram avaliar a capacidade de cada país gerar as divisas necessárias para honrar seus compromissos em moeda estrangeira. *Ceteris Paribus*, as classificações das agências e o índice EMBI são

Tabela 8
Ratings e Risco-País - Posição de ago/04

	Moody's	Fitch	Standard & Poor's	EMBI
Argentina	Caa1	DDD	n.d.	5.198
Brasil	B2	B+	B+	523
Paraguai	Caa1	n.d.	B-	n.d.
Uruguai	B3	B	B	n.d.
Chile	Baa1	A-	A	n.d.
México	Baa2	BBB-	BBB-	184
Rússia	Baa3	BB+	BB+	302

Fonte: Bloomberg.

n.d.: não disponível

Para analisarmos a diferença entre a situação dos países do Mercosul e países que pagam menor prêmio de risco escolhemos o México, o Chile e a Rússia. Estes são países considerados emergentes, como os do Mercosul, mas têm o chamado “grau de investimento”, ou seja, não são considerados tão arriscados quanto países rotulados com o “grau de especulação”.

Os indicadores que podem explicar esta diferença na classificação são:

- a) a relação entre a dívida externa total e a receita total da conta corrente;
- b) a relação entre o serviço da dívida externa e a receita total da conta corrente e;
- c) a relação entre a dívida externa que esteja vencendo no prazo de 1 ano mais os depósitos de não-residentes de prazo superior a 1 ano sobre as reservas em moeda estrangeira;

correlacionados: quando um país tem melhor classificação de risco dada pelas agências tem também um menor EMBI.

Sob todos esses aspectos México, Rússia e Chile tinham em fins de 2002 indicadores melhores que o Brasil, o que se reflete na também melhor classificação de risco soberano desses países³⁵. A Argentina, por sua vez, apresentava indicadores piores. O México tem, segundo a Standard & Poor's, uma classificação BBB-. Em consonância com esta classificação o EMBI³⁶ mexicano é de 184 pontos base. Já a Rússia é BB+, com EMBI de 302 pb. Com relação aos países do Mercosul, o Brasil, como visto anteriormente, tem classificação B+ e a Argentina está sem classificação devido ao *default*. Os valores de EMBI são 523 pb. e 5.198 p.b respectivamente. Não nos deteremos nos casos de Paraguai e Uruguai, pois ambos não constam do EMBI por serem economias com presença não significativa no mercado de títulos soberanos.

Podemos observar então que seria necessário por um lado aumentar as exportações e por outro lado diminuir o endividamento. Aumentar as exportações significa aumentar o fluxo de comércio. Já para reduzirmos o endividamento contaríamos com a elevação das reservas internacionais (também dependente do aumento do fluxo comercial), com a redução das taxas de juros (função do próprio prêmio de risco e da credibilidade da política monetária) e com a disciplina fiscal proporcionada pelos critérios de convergência de uma união monetária.

Garcia e Olivares (2001), ao tentarem identificar e mensurar o prêmio de risco no mercado brasileiro, chegaram à conclusão de que a melhora do panorama fiscal

³⁵ Baseado em dados de 2002.

no longo prazo e a melhora de longo prazo das contas correntes do balanço de pagamentos podem levar a significativas e simultâneas reduções do prêmio de risco-país e do prêmio de risco cambial. Essas reduções, por sua vez, podem significar uma redução também significativa das taxas de juros reais.

Argumenta-se que o prêmio de risco após uma união monetária no Mercosul seria dado pela média ponderada dos prêmios de risco verificados para cada país antes da união³⁷. Mas, se levarmos em conta os aspectos dinâmicos envolvidos podemos esperar que após certo tempo uma união monetária exerça influência positiva em todos os aspectos citados nos parágrafos anteriores. Um ponto controverso é se o desvio de comércio verificado quando da formação de melhores condições para o comércio intra-bloco não anularia os ganhos do crescimento das exportações totais.

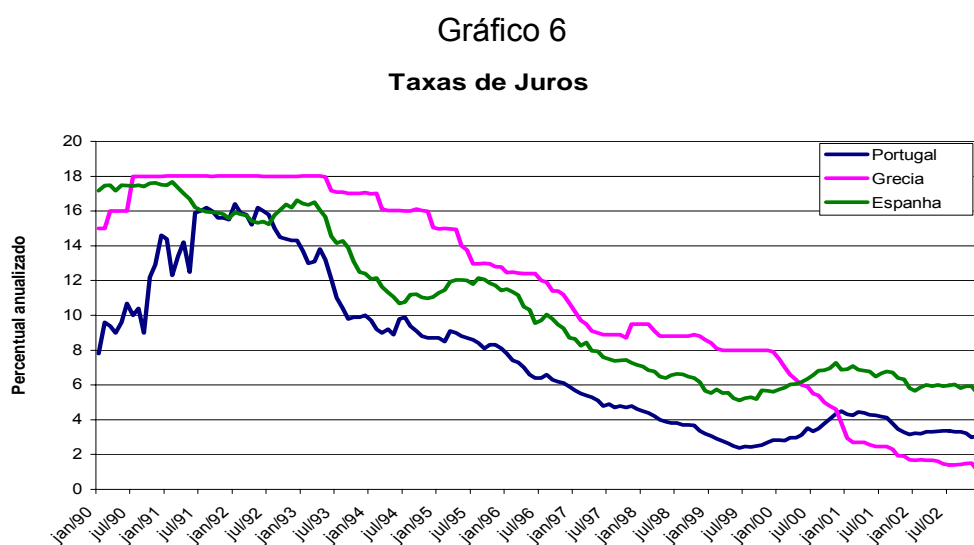
Além disso existe um argumento segundo o qual o maior comprometimento com baixas taxas de inflação leva à impossibilidade de utilizar a mesma para reduzir a dívida (via imposto inflacionário). Isso levaria, *ceteris paribus*, a uma menor taxa de amortização da dívida interna na moeda nacional. Conseqüentemente o endividamento total do país aumentaria, o que teria poder de gerar dúvida quanto à

³⁶ Emerging Markets Bond Index. Este índice mostra qual o prêmio, em taxas percentuais sobre a remuneração dos títulos do Tesouro Norte-Americano, cobrados das emissões de países emergentes.

³⁷ Cabe observar que nada garante que as taxas internas de retorno dos títulos da dívida pública emitidos na nova moeda serão iguais entre os países do bloco. Na zona do Euro, por exemplo, os títulos emitidos são denominados em Euros, mas a administração da dívida pública é descentralizada, ou seja, é feita por cada país. Para uma análise das diferenças em termos de yield praticadas pelos países da zona do Euro ver Dunne et alli (2002).

sustentabilidade da dívida total e então afetar também o risco-país da dívida em moeda estrangeira.

No gráfico seguinte mostramos o que aconteceu com as taxas de juros de Portugal, Espanha e Grécia durante o processo de convergência para adoção do Euro e depois da adoção:



Fonte: Banco Central Europeu.

Portugal e Grécia: Taxas mensais anualizadas para depósitos de até 3 meses.

Espanha: Taxas mensais anualizadas para depósitos de 1 até 3 anos.

Pode-se observar que as taxas de juros dos três países caíram consistentemente até outubro de 1999, quando as taxas de Portugal e Espanha começaram a se elevar um pouco, para novamente cair após janeiro de 2001. Não estamos afirmando que todo o movimento de queda das taxas de juros mostrado foi em função do processo de adoção do Euro, mas apenas fornecendo uma evidência do que aconteceu e que provavelmente teve influência do Euro.

V.5 – Coordenação Macroeconômica

Os países que formam uma União Monetária necessitam coordenar suas políticas macroeconômicas, pois, embora com a moeda única tenha-se apenas uma Autoridade Monetária e uma política monetária (supranacional), a política fiscal pode permanecer nacional. Para mostrarmos a necessidade de coordenação vamos utilizar uma análise gráfica baseada em Von Hagen (2002).

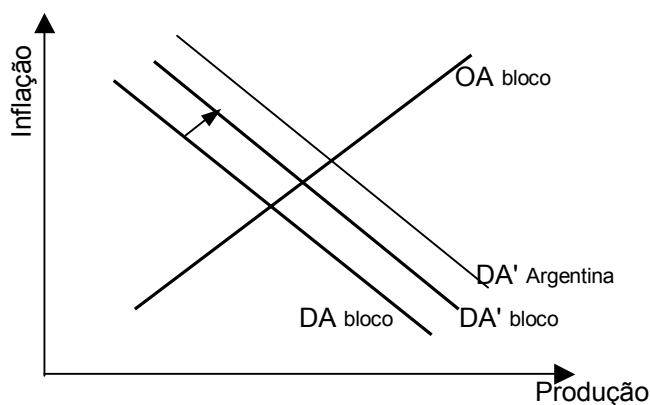
Assumimos que no longo prazo não há necessidade de coordenação entre as políticas fiscal e monetária, pois a política monetária não altera a política fiscal: a Autoridade Monetária pode determinar a inflação do bloco sem afetar a produção nem dos países-membros e nem do bloco como um todo. Já no curto prazo poderá haver conflito entre as políticas fiscais e monetárias: no curto prazo os salários são rígidos e mudanças não esperadas nos preços têm efeitos sobre variáveis reais.

Para visualizarmos a necessidade de coordenação entre as políticas macroeconômicas dos países que formam uma união monetária vamos utilizar três gráficos. Como podemos observar a curva de oferta agregada (AO) é positivamente inclinada. A curva de demanda agregada do bloco (DAbloco) é composta pelas curvas de demanda agregada dos países-membros. Para simplificar vamos pensar em apenas dois países: Brasil (DABrasil) e Argentina

(DAArgentina). O Banco Central da União Monetária determina a taxa de equilíbrio da inflação para todo o bloco.

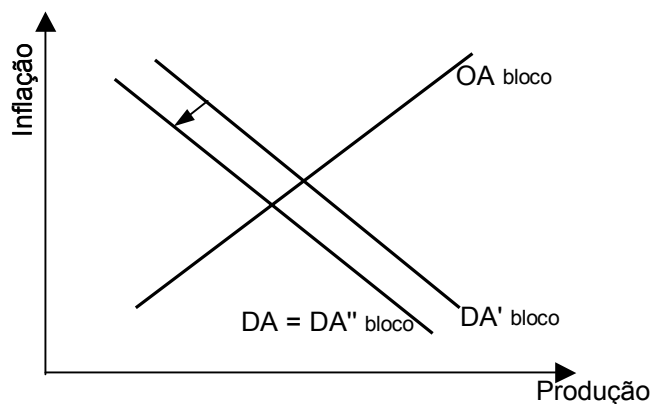
Suponha que o governo argentino deseje aumentar produto e que para isso aumente seu déficit orçamentário. O objetivo de elevar a demanda agregada nesse país é atingido, assim como é elevada também a demanda agregada do bloco como um todo. Esses movimentos podem ser visualizados no gráfico 7.

Gráfico 7



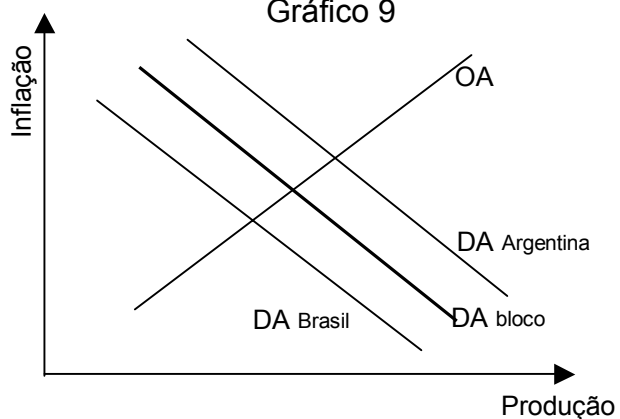
Mas, para garantir que a inflação não supere a anteriormente definida como desejável, a Autoridade Monetária do bloco aumenta os juros para conter a nova pressão inflacionária. Com esse aumento dos juros a curva DA do bloco volta para sua posição inicial, conforme o gráfico 8.

Gráfico 8



As duas curvas DA nacionais também se deslocam para a esquerda. No novo equilíbrio a curva DA do bloco é a mesma que a inicial, mas demanda agregada do país que iniciou o movimento de expansão da demanda (no caso, a Argentina) permanecerá maior do que a dos outros países-membros (no caso, o Brasil). Essa situação corresponde ao gráfico 9.

Gráfico 9



Concluindo, como a inflação na união monetária é determinada conjuntamente com o nível agregado de equilíbrio da produção, existe um conflito na distribuição da demanda agregada entre os países do bloco. Uma solução é uma coordenação das políticas fiscais que impeça grandes e ineficientes déficits. Como os países do Mercosul têm, em menor ou maior grau, dívidas públicas relativamente elevadas, um assunto que também merece discussões mais aprofundadas é a questão da existência ou não da dominância fiscal sobre a política monetária.

VI – CONCLUSÃO E IMPLICAÇÕES DE POLÍTICA

De acordo com critérios de AMO uma região tende a ter mais vantagens que desvantagens em adotar uma moeda única quanto maiores forem:

- a) o grau de abertura da economia;
- b) o grau de mobilidade da mão-de-obra;
- c) o grau de diversificação produtiva;
- d) o tamanho relativo do fluxo de comércio intra-área;
- e) a flexibilidade dos preços e salários;
- f) o grau de integração financeira;
- g) a similaridade das taxas de inflação;
- h) o potencial dos ganhos de credibilidade e;
- i) o grau de simetria dos choques.

O Mercosul, pela maioria desses critérios, não forma uma área monetária ótima, pois:

- a) as taxas de inflação dos países do bloco são bastante diferentes, só atingindo uma certa convergência nos últimos dois anos;
- b) o mercado de trabalho da Argentina, do Uruguai e do Paraguai são relativamente pouco flexíveis;
- c) o fluxo de comércio intra-regional ainda é muito baixo;
- d) as estruturas produtivas são muito diferentes, o que favoreceria uma resposta diferente à choques;
- e) a “distância econômica” entre as economias do Mercosul é muito grande, o que implica em diferentes objetivos de política econômica. Assim como no item “d” acima, essa diferença se traduz em assimetria na resposta a choques.

Mas, por outro lado, o Mercosul apresenta algumas características que permitem vislumbrar a formação de uma área monetária ótima:

- a) pode-se dizer que o mercado de trabalho do Brasil é relativamente mais flexível (uma razão seria a grande parcela de economia informal no país, que é um mercado totalmente desregulado e, portanto, flexível);
- b) existe um potencial de ganhos de credibilidade para as moedas do bloco, pois estas apresentam uma baixa credibilidade, atestada pelos ainda altos níveis inflacionários;

c) o fluxo de comércio intra-regional aumentou consideravelmente em 2003 e apresenta tendência de elevação;

Quanto aos custos e benefícios com aspectos fiscais, os ganhos de credibilidade são possíveis para os países do Mercosul, mesmo que a região não conte com um país de tradição anti-inflacionaria. Mas para isso é necessário ter um banco central independente com grande aversão à inflação. Já a questão da perda de senhoriagem parece não ser mais um grande problema para os países da região. Podemos ter também um círculo virtuoso de redução do risco-país, queda dos juros internos e maior crescimento econômico.

Antes de iniciar um processo de unificação monetária existe a necessidade de se garantir mais flexibilidade aos salários e maior mobilidade dos fatores de produção, para que os efeitos de choques assimétricos sobre o emprego e os preços sejam minimizados. Esquemas de “seguro” também têm que ser desenhados (se públicos) e/ou incentivados (se privados). Por último, o processo de harmonização e coordenação dos sistemas legais e das políticas fiscais tem um papel também muito importante para garantir que os choques causem menores custos às economias do bloco monetário.

Embora o Mercosul não atenda aos critérios que definem uma área monetária ótima, quando analisamos diretamente os custos e benefícios o argumento a favor da moeda única torna-se mais plausível. A discussão contida neste trabalho pretendeu aprofundar as discussões sobre as conseqüências (principalmente

fiscais) desse processo na região e dar uma contribuição à literatura de custos e benefícios de uma moeda única no Mercosul.

A adoção de uma moeda única pelos países do Mercosul é uma possibilidade real. Os adeptos da idéia prevêm que esta medida seja possível em prazos de no mínimo uma década. Se observarmos a experiência europeia veremos que o prazo necessário pode ser bem maior, de talvez trinta anos. O que provavelmente definirá se e quando haverá uma moeda única no Mercosul será o grau de interesse político em ter um Mercosul mais coeso e aprofundado.

BIBLIOGRAFIA

Alesina e Barro (2001). "Dollarization", *American Economic Review*, vol 91, nº 2, Maio, pp 381-5.

Arestis, P. e L.F. Paula (ed.). *Monetary Union in MERCOSUR: lessons from EMU*. Aldershot: Edgard Elgar, 2003

Bayoumi e Einchengreen (1994). "One money or many? Analysing the prospects for monetary unification in various parts of the world", *Princeton Studies in International Finance*, nº 76, Setembro.

Baumann, R., Gonçalves, R., Canuto, O. (2004). *Economia Internacional: Teoria e Experiência Brasileira*. Rio de Janeiro: Editora Campus Ltda.

Berg, A., E. Borensztein e P. Mauro. (2002). “An Evaluation of Monetary Policy Regime Options for Latin America”, *IMF working paper*, nº 02/211, Dezembro.

BID (2002), “Latin American Economic Policies”, Washington, D. C

Blonigen, B. (1997) “Firm-Specific Assets and the Link Between Exchange Rates and Foreign Direct Investment”. *American Economic Review*, vol. 87, junho de 1997, p. 447-465.

Brookes et al (2000). “Can hedging insulate firms from exchange rate risk?” , *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, vol 63, nº 1, Março, pp. 21-34.

Corden, W. (1972), “Monetary Integration, Essays in International Finance”, *International Finance Section nº 93*, Princeton University, Department of Economics.

Corrêa, A. (2003). “Diferenças e Semelhanças entre Países da América Latina: Uma Análise de Markov Switching para os Ciclos Econômicos de Brasil e Argentina”. *Trabalhos para Discussão*, n 80, outubro de 2003. Brasília: Banco Central do Brasil.

Corsetti, G. e Paolo Pesenti. "Self-Validating Optimum Currency Areas". *National Bureau of Economic Research, working paper 8783*, February 2002.
<http://www.nber.org/papers/w8783>.

Cysne, R. (2000) "Aspectos macro e microeconômicos das reformas". Em Brasil: Uma Década em Transição. Rio de Janeiro: Editora Campus Ltda, 2000.

De Grauwe ,(1994), *The Economics of Monetary Integration*. Oxford University Press, Oxford.

De Grauwe, P. (1996). *International Money: Postwar Trends and Theories*. Oxford: Oxford University Press, 1996

De Grauwe, P. (2000). *Economics of Monetary Union*. 4ª edição, Oxford University Press.

De Grauwe, P. (2004) *The Economics of Monetary Union*. 5ª edição, Oxford University Press.

Dorruci, E, Stefano Firpo, Marcel Fratzscher e Francesco Mongelli. (2002), "European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America." *Working Paper n° 185*, Working Paper Series. European Central Bank, Outubro, 2002.

Dunne, P., Michael Moore e Richard Portes. (2002). “Defining Benchmark Status: An Application Using Euro-Area Bonds”. Working Paper 9087, National Bureau of Economic Research, disponível em <http://www.nber.org/papers/w9087>

Eichengreen, B. “Does Mercosur Need a Single Currency?”. *National Bureau of Economic Research, working paper 6821*, December 1998. <http://www.nber.org/papers/w6821>.

Emerson, M. Gross, D. Italianer, A. Pisani-Ferry, J. Reichenbach, H. (1992) One Market, One Money – An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union.

Fernández-Arias, Eduardo, Ugo Panizza e Ernesto Stein. (2004), “Trade Agreements, Exchange Rate Disagreements”. Association de Économétrie Appliquée. <http://www.aea.fed-eco.org>.

Fleming, J. (1971), “On Exchange Rate Unification”, *The Economic Journal*, Vol. 81, pp. 468-88.

Frankel, J. e A .K .Rose (1998).”The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria”. *Economic Journal*, nº 108, p 1009-1024.

Frankel, J. e A .K .Rose (2002). “An estimate of the effect of common currencies on trade”, *Quarterly Journal of Economics*, vol CXVII, nº 2, Maio, pp 437-66.

Friedman, M (1953), *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.

Froot, K e Jeremy Stein (1991) "Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach". *Quarterly Journal of Economics*, 106, November 1991, pp. 1191-1217.

Garcia, M. e Gino Olivares (2001) "O Prêmio de Risco da Taxa de Câmbio no Brasil durante o Plano Real", em *Revista Brasileira de Economia*, Vol. 55, nº 2, abr/jun, 2001. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas.

Giambiagi, Fábio. "Mercosul: a unificação monetária faz sentido?" BNDES, 1998.
www.bndes.gov.br

Giambiagi, Fábio e Igor Barenboim (2002). "A Unificação Monetária Alemã: Lições para uma Possível Moeda Comum entre Brasil e Argentina". *Revista do BNDES*, v. 9, nº 18, p. 85-120. Rio de Janeiro.

Giambiagi e Rigolon (1998). "Áreas Monetárias Ótimas: Teoria, Unificação Monetária Européia e Aplicação para o Mercosul". BNDES, www.bndes.gov.br. Ensaio BNDES nº 08.

Giavazzi, F. e Alberto Giovannini (1989), *Limiting Exchange Rate Flexibility: the European Monetary System*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Gibbons, Robert. (1992). *Game Theory for Applied Economists*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Glick e Rose (2002). "Does a currency union affect trade? The time series evidence", *European Economic Review*, vol 46, nº 6, Junho, pp 1125-51.

Goldstein e Turner (2003). "Controlling Currency Mismatches in Emerging Economies: An Alternative to the Original Sin Hypothesis", *Institute for International Economics paper*.

Haberler, G. (1970), "The International Monetary System: Some Recent Developments and Discussions", em *Approaches to Greater Flexibility in Exchange Rates*, Princeton University Press, pp. 115-23.

Hallwood, Paul, Ian Marsh e Jorg Scheibe. (2004). "An Assesment of the Case for Monetary Union or Official Dolarization in Argentina, Brazil, Chile, Uruguay and Venezuela". University of Connecticut, Department of Economics *Working Paper 13*, july, 2004.

Hawkins e Masson (2003). "Regional Currency Áreas and the use of Foreign Currencies", *BIS paper nº 17*, maio de 2003.

Ingram, J (1962), "Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico", University of North Carolina Press.

Ingram, J (1973), "The Case for the European Monetary Integration". Princeton University, *Essays in International Finance*, nº 98.

Ishiyama, I. (1975), "The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey" *Staff Papers, International Monetary Fund*, 22, 344-383.

Karras, G. e Houston Stokes (2000). "Time-Varying Criteria for Monetary Integration: Evidence from the EMU". *International Review of Economics and Finance*, Vol. 10, No. 2, June 2001, pp. 171-185.

Kenen, P.(2002) "What We Can Learn From The Theory of Optimum Currency Areas", in Submissions on EMU from Leading Academics, HM Treasury, dezembro de 2002

Kenen, P.(1969) "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in Munell e Swoboda, *Monetary Problems of the International Evidence*, Discussion Paper 2295. Londres: Centre for Economic Policy Research.

Kenen (2002). "Currency unions and trade: variations on themes by rose and Persson", *Reserve Bank of New Zealand discussion paper*, nº 2002/08, Dezembro.

Kidland, F. e E. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85, pp.473-91.

Krugman, Paul (1993) "Lessons of Massachusetts for EMU", em *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, pp. 241-269.

Krugman, P. (1990) "Increasing Returns and Economic Geography". *Journal of Political Economy*, Vol. 99, nº 3, pp. 483-499.

Levy-Yeyati e Sturzenegger (2000). "Is EMU a Blueprint for Mercosur?", *Cuadernos de Economia*, vol 37, nº 110, pp 63-99.

Levy-Yeyati e Frederico Sturzenegger (2001). "Exchange Rate and Economic Performance," 2001. *IMF Staff Papers*, 47.

McKinnon, R.(1963), "Optimum Currency Areas", in *American Economic Review*, setembro de 1963, pp. 717-725.

McKinnon, R.(2000), "Mundell, the Euro, and Optimum Currency Areas", mimeo, maio de 2000.

Melitz, J. (2001), "Geography, Trade and Currency Union", *CEPR Discussion Paper 2987*.

Meyer, P.(1983). *Introductory Probability and Statistical Applications*, 2ª edição.

Reading, MA: Addison-Wesley, 1970.

Minford. P., Anupaw Rastogi e Andrew Hughes Hallet (1993). “The Price of EMU Revisited”, *Greek Economic Review*, vol. 15, nº 1, p. 191-226.

Minford, P. (2001) “Tests 1 and 2: flexibility and the costs in economic variability”, em Bush, J. ed. (2001) *The economic case against the euro*, New Europe for The No Campaign, no site <http://www.no-euro.com> , páginas 67-78.

Minford, P. David Meenagh e Bruce Webb. (2002). “Joining the Euro – The Macroeconomic Effects on the UK Economy”, *Discussion Paper 3602*, Centre for Economic Policy Research, outubro de 2002. Disponível em <http://www.cepr.org>

Mintz, N. (1970), “Monetary Union and Economic Integration”, *The Bulletin*, New York University.

Mongelli, Francesco P. “New Views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?” *Working Paper n° 138*, Working Paper Series. European Central Bank, April, 2002.

Mundell, R.(1961), “A Theory of Optimum Currency Areas”, in *American Economic Review*, setembro de 1961, pp. 657-665.

Mundell, R. (1973), "Uncommon Arguments for Common Currencies", in H.G. Johnson e A.K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen e Unwin, 1973. pp. 114-32.

Mundell, R. (1973), "A Plan for a European Currency", in H.G. Johnson e A.K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen e Unwin, 1973. pp. 143-72.

Nitsch (2002). "Honey, I shrunk the currency union effect on trade", *World Economy*, vol 25, n° 4, Abril, pp 457-74.

Pakko e Wall (2001). "Reconsidering the trade-creating effects of a currency union", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol 83, n° 5, Setembro/Outubro, pp 37-45.

Persson (2001). "Currency unions and trade: how large is the treatment effect?", *Economic Policy*, n° 33, Outubro, pp 435-48.

Rose, A (2002). "The effect of common currencies on international trade: where do we stand?", *Monetary authority of Singapore Occasional paper*, n° 22, Agosto.

Rose, A e Charles Engel (2002). "Currency unions and international integration", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 34, n° 4, Novembro, pp 1067-89.

Sachs e Wyplosz (1986). "The Economic Consequences of President Mitterand". *Economic Policy*, nº 2, abril de 1986.

Temprano Arroyo (2002). "Prospects for subregional monetary integration in Latin América: a view from the EU", draft paper presented to 8th Dubrovnik Economic Conference, 27-29, Junho.

Tenreyro e Barro's (2003). "Economic effects of currency unions", *NBER working paper*, nº9435, Janeiro.

Tower, E. e Thomas Willett (1976), "The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility", *International Finance Section*, nº 11, Princeton University.

Von Hagen, Jurgen e Mundschenk, Susanne. "Fiscal and Monetary Policy Coordination in EMU". Central Bank of Chile Working Papers, nº 194, dezembro de 2002.