

UNIFICAÇÃO MONETÁRIA E SISTEMA FINANCEIRO
O euro e a América Latina

Banca examinadora

Prof. Orientador Robert N. V. Cajado Nicol

Prof.....

Prof.....

Prof.....

Prof.....

Prof.....

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

Maria Antonieta Del Tedesco Lins

UNIFICAÇÃO MONETÁRIA E SISTEMA FINANCEIRO.
O euro e a América Latina

Tese apresentada ao curso de doutorado em
Economia de Empresas na FGV-EAESP
como requisito para obtenção do título de
doutor em Economia de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Robert N. V. C. Nicol

SÃO PAULO

2003

LINS, Maria Antonieta D. T. Unificação monetária e sistema financeiro. O euro e a América Latina. São Paulo: EAESP/FGV, 2003. 152 p. (Tese de doutorado apresentada ao Curso de Doutorado em Economia de Empresas).

Resumo: O processo de unificação monetária europeu é estudado a partir da apresentação da teoria das áreas monetárias ótimas e da estrutura institucional que lhe deu origem.

Com base no processo de criação do euro e de seus efeitos na evolução do sistema financeiro, são formuladas questões acerca da propriedade da aplicação desta experiência a países emergentes, e, em especial à América Latina.

Palavras-Chaves: Sistema Financeiro; Economia Monetária; Integração Regional; Câmbio.

AGRADECIMENTOS

O melhor momento do trabalho é quando chega a hora dos agradecimentos! Tenho muitos a fazer.

Em primeiro lugar - não por subserviência aos costumes, mas por real gratidão, agradeço a meu orientador, Prof. Dr. Robert Nicol, cuja existência talvez seja uma das grandes razões de eu ainda estar na EAESP-FGV. Sua aguda precisão na análise dos fenômenos da economia, sua compreensão dos meus atrasos e mudanças de idéia foram fundamentais para que esta empreitada terminasse.

Durante a pesquisa, realizei entrevistas valiosas. Sou muito grata a: Dr. Ralf Zeppernick, do Ministério da Economia da Alemanha; Dra. Claudia Buch, do Instituto de Economia Mundial de Kiel, Alemanha; Dr. Peter Nunnenkamp, do mesmo Instituto em Kiel; Dr. Ralph Heinrich, também de Kiel; Steffen Kern, do Deutsche Bank, Frankfurt; Dr. Servaas Deroose, da Unidade de Coordenação das políticas econômicas da área do euro, Diretoria Geral de Assuntos Econômicos e Financeiros da Comissão Européia em Bruxelas; Dr. Johan Verhaeven, da Unidade de Questões da transição da unificação monetária européia, Diretoria Geral de Assuntos Econômicos e Financeiros da Comissão Européia em Bruxelas; Dr. Daniel Gros, do Centre for European Policy Studies, Bruxelas. Agradeço também ao Dr. Christian Ghymers, da Diretoria Geral de Assuntos Econômicos e Financeiros da Comissão Européia e em missão na CEPAL, Santiago, com quem me correspondi sobre o tema.

Ao longo de meu tempo de trabalho na Fundação Konrad Adenauer tive a oportunidade de conhecer várias pessoas de quem fui aprendendo coisas sobre a experiência européia. Agradeço à Fundação na pessoa de seu Diretor no Brasil, Dr. Wilhelm Hofmeister, sempre interessado no andamento do texto.

Alguns amigos estiveram presentes e apoiaram de diversas formas o trabalho: Luís Eduardo Afonso, Silvio Miyazaki, Frederico Turolla, Joana Mobarah, o anjo da guarda do Departamento de Economia da EAESP. Luís Eduardo e Silvio, bravamente, leram parte do texto em momentos de insônia e deram grande contribuição.

Minha querida amiga Beate Bunse, além do constante incentivo, chegou no momento crucial com sua precisão e cuidado na diagramação.

Tjark Egenhoff, entusiasta das relações UE - América Latina, participou de todas as etapas do trabalho, desde as primeiras idéias. Ao vivo ou via satélite (aí quem deve agradecer são as empresas de telecomunicações), discutimos, ele procurou e enviou literatura de lá e fez importantes doações para a coleção de moedinhas de euro.

Agradeço muito a minha mãe, pelo exemplo de respeito aos estudos, pelo apoio irrestrito a tudo o que resolvo fazer e, embora este aspecto seja discutível, pela presença "constante"...

Ainda no âmbito das presenças queridas, muito obrigada pelo carinho da *famiglia* toda: Nucho, Silvia, Chuck, Flávia, Victoria, Arthur e Ilda.

Muito embora (sic José Carlos Lins) tantos tenham ajudado, os erros são todos meus.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
I - UNIFICAÇÃO MONETÁRIA: CARACTERÍSTICAS E PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO	3
1. Estrutura teórica da unificação monetária	3
1.1. A teoria das Áreas Monetárias Ótimas de Robert Mundell.....	7
1.2. Desdobramentos e interpretações da teoria das AMOs.....	9
<i>Importância da abertura da economia</i>	10
<i>Relação com a política fiscal e diversificação da economia</i>	13
<i>AMOs endógenas</i>	14
1.3. Questões levantadas pelas análises empíricas das AMOs.....	18
2. A experiência européia: estágios e diretrizes para a implantação do euro	21
2.1. Quadro do Sistema Monetário Internacional como impulso para a moeda européia.....	21
2.2. Montagem institucional da unificação monetária européia.....	22
2.3. Critérios de convergência no Tratado de Maastricht.....	28
<i>Gestação e nascimento da convergência macroeconômica</i>	28
<i>Os critérios de convergência</i>	28
<i>Fundamentação dos critérios de convergência pela União Européia</i>	34
2.4. Realização efetiva do processo de unificação monetária.....	35
<i>Implementação das fases para a UME e debate em torno dos critérios de convergência</i>	36
<i>Algumas características políticas gerais da unificação monetária européia</i>	45
II - A ECONOMIA POLÍTICA DA UNIFICAÇÃO MONETÁRIA: INSTRUMENTOS E INTERESSES	47
1. Coordenação supra-nacional da política econômica	48
2. Quadro político-institucional	51
<i>Distribuição dos países segundo a estabilidade monetária</i>	52
<i>Refletindo à luz da teoria dos jogos</i>	56
<i>A lógica nacional da participação na união monetária</i>	59
3. Definição do papel da autoridade monetária	64
<i>Formatação institucional das autoridades monetárias na União Européia</i>	64
<i>Sobre a atuação do BCE</i>	69
4. Algumas conclusões iniciais	74

III - DINÂMICAS FINANCEIRAS E INTEGRAÇÃO MONETÁRIA: O CASO EUROPEU E QUESTÕES PARA A AMÉRICA LATINA.....	77
1. Tendências do sistema financeiro europeu com a unificação monetária.....	79
1.1. A integração dos mercados financeiros europeus.....	79
1.2. Instrumentos de harmonização financeira e desempenho recente.....	83
1.3. Concentração dos mercados.....	88
2. Coordenação macroeconômica e cooperação monetária: reflexões sobre a aplicabilidade na América Latina.....	91
2.1. O significado de coordenação macroeconômica e colaboração monetária.....	93
2.2. A política cambial no processo de integração econômica.....	94
<i>Características de regimes cambiais.....</i>	<i>94</i>
<i>A volatilidade dos fluxos de capital para a América Latina.....</i>	<i>102</i>
2.3. Crises financeiras na América Latina.....	108
<i>Crises: seus custos não se medem apenas em moeda estrangeira.....</i>	<i>110</i>
Argentina.....	111
México.....	113
Brasil.....	115
3. O papel central desempenhado pela estrutura dos sistemas financeiros nacionais.....	117
<i>Crises bancárias.....</i>	<i>117</i>
<i>Avanços na integração financeira dos países do Mercosul.....</i>	<i>118</i>
4. Considerações sobre a integração monetária e financeira entre países da América Latina.....	124
IV - A INTEGRAÇÃO MONETÁRIA COMO UMA PROPOSTA DE DISCUSSÃO PARA A AMÉRICA LATINA.....	127
1. A coordenação macroeconômica regional como instrumento de estabilidade	128
<i>Integração comercial.....</i>	<i>129</i>
<i>Integração cambial e financeira.....</i>	<i>131</i>
<i>Coordenação macroeconômica e estabilidade.....</i>	<i>134</i>
2. Características de um processo de unificação monetária possível	134
<i>A questão institucional.....</i>	<i>137</i>
<i>Possíveis passos para a coordenação monetária.....</i>	<i>140</i>
3. Efeitos sobre o sistema financeiro	142
CONCLUSÃO	143
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	146

INTRODUÇÃO

O início da circulação do euro em doze países europeus em 1º de janeiro de 2002 foi objeto de uma extensa cobertura da imprensa internacional e atçou em muitos o interesse de compreender toda a engrenagem que tornou possível este experimento monetário.

Além de diferentes cunhagens que variam segundo o país de origem da moeda, há por trás do euro uma longa história transcorrida no sistema financeiro internacional e na política interna dos quinze países membros da União Européia e um vasto desenvolvimento teórico que consubstanciou esta experiência.

O interesse pelo tema deste trabalho nasceu da reflexão sobre as possíveis mudanças que a criação de uma moeda única para um grupo de países pode ocasionar nas estruturas econômicas domésticas e, mais especificamente, no *modus operandi* dos sistemas financeiros nacionais.

A idéia foi realizar um estudo do caso europeu para procurar nele aspectos que eventualmente pudessem ser interessantes para os países latino-americanos e, em especial, para o Mercosul.

A disparidade entre o momento histórico em que a União Européia iniciou os debates sobre a integração monetária e os tempos atuais e as enormes diferenças econômicas entre as duas regiões não permite, como é evidente, que se faça uma comparação entre elas. Pode-se, no entanto, refletir sobre uma proposta de orientação política e de política econômica passível de ser adaptada às especificidades de países e regiões.

Nesse sentido, o trabalho procura, a partir da observação do exemplo europeu, levantar aspectos relevantes que possam ser aproveitados pelos países latino-americanos com o objetivo de diminuir sua instabilidade macroeconômica e vulnerabilidade financeira.

As perguntas são: Existe algum sentido em que os países do Mercosul pensem na hipótese de criar uma moeda única? Haveriam ganhos em termos de estabilidade financeira se realizada a unificação monetária?

Para compreender a experiência européia a partir de sua constituição, o primeiro capítulo apresenta a teoria da unificação monetária e o nascimento do euro, desde o início da discussão da hipótese de gerar uma moeda única, até as etapas realizadas para o lançamento da moeda em 1999.

A façanha de unir doze economias por uma só moeda, com muitas diversidades em suas estruturas políticas, suas culturas econômicas e seus interesses políticos realizou-se através da montagem de um complexo sistema institucional e político. No segundo capítulo é feita uma discussão acerca dos instrumentos e interesses políticos que atuaram para a realização efetiva da unificação monetária européia com o intuito de entender as razões que levam os países a aderir ao arranjo monetário comum.

Em seguida, sabendo das enormes diferenças entre as estruturas e as dinâmicas financeiras na União Européia e na América Latina, são analisados os principais traços de seus sistemas financeiros. O capítulo III, portanto, é dedicado primeiro à evolução recente do sistema financeiro na zona do euro, para depois tratar do quadro de instabilidade financeira da América Latina, e lançar as bases da discussão sobre a coordenação macroeconômica na região.

Por fim, o capítulo IV procura esboçar respostas às duas perguntas enunciadas acima. Mostrando que na América Latina aprofundou-se a interdependência entre as economias nacionais a partir da década de 1990, faz-se a reflexão sobre a oportunidade de que um bloco sub-regional, o Mercosul, empreenda esforços para realizar uma coordenação macroeconômica que possa, eventualmente, rumar para a integração monetária.

O objetivo deste trabalho é, especificamente, verificar em que medida a proposta de coordenação macroeconômica pode ser interessante para países emergentes latino-americanos como forma de diminuir as instabilidades e sua exposição às crises financeiras. Para isso, procura-se mostrar que as propostas de aprofundamento da integração regional por meio da coordenação de políticas econômicas apresentam vantagens reais, particularmente quando existe uma relação de interdependência entre os países envolvidos.

I. UNIFICAÇÃO MONETÁRIA: CARACTERÍSTICAS E PROCESSO DE IMPLEMENTAÇÃO

Tratar do tema da unificação monetária exige um estudo da vasta contribuição teórica desenvolvida nos últimos cinquenta anos sobre o tema e dos procedimentos e bases do único exemplo histórico dessa experiência em escala supranacional, configurado pela unificação monetária empreendida por um grupo de países com diferenças significativas em suas estruturas econômicas, a União Monetária e Econômica européia.

1. Estrutura teórica da unificação monetária

A preocupação com a coordenação internacional entre moedas foi intensificada a partir da segunda metade do século XX. A definição de paridades, parâmetros para flutuação cambial foi de central importância desde que se enterrou oficial e definitivamente o padrão-ouro.

A reconstrução do sistema monetário internacional após a Segunda Guerra Mundial foi um dos requisitos para o estabelecimento de relações econômicas claras entre os países que compunham o bloco capitalista ao final do conflito. A opção foi a de criar um sistema agregando diversas instituições monetárias e fundamentado em um acordo entre os países líderes da economia mundial acerca do regime de flutuação de suas moedas. A constituição desse sistema teve como objetivo restabelecer estruturas e regras, em princípio seguras, para a retomada das transações internacionais. O resultado foi a definição assimétrica do peso das moedas, com a proeminência do dólar americano o que veio, pouco mais de uma década mais tarde, a transformar-se em um fardo pesado demais.¹

A experiência no mínimo conturbada que emergiu da negociação internacional entre os países vencedores e perdedores, baseada na crença de um ajustamento automático feito pelos mercados no interregno das duas Guerras, fortaleceu a vertente macroeconômica de origem keynesiana segundo a qual, havendo rigidez de preços e salários, a taxa de

¹ Essa assimetria era, entretanto, coerente com a distribuição do poderio econômico entre os países. Apesar de evidente, cabe aqui a referência ao significado político desta decisão em 1944. A divisão do poder internacional no mundo capitalista do pós-Guerra não poderia dar origem a uma definição de importâncias relativas entre os países muito diferente do que a adotada.

câmbio passa a ser um instrumento-chave da política econômica, uma vez que mudanças na taxa nominal de câmbio farão com que o câmbio real se altere e aconteça uma migração na demanda por bens domésticos para os bens estrangeiros, ou vice-versa, de acordo com a direção da mudança cambial.

O peso do regime de taxas de câmbio atreladas umas às outras e com flutuação previamente definida, que foi adotado após o conflito mundial tornava-se excessivo para países superavitários depois do processo de reconstrução e do crescimento econômico na década de 1950.² O sistema significava na prática a coordenação de políticas nacionais pelos n-1 países participantes, enquanto o país cuja moeda era o padrão, deveria renunciar ao recurso da política monetária como variável de ajuste.

A mudança nos preços relativos entre os países na ausência do instrumento de ajuste cambial (e, conseqüentemente, dos termos de troca) e dada uma política de prevenção de inflação, leva a uma recessão cada vez que um país adotar uma política de restrição de crédito para conter a demanda. Não é um acaso, portanto, que as idéias de referência sobre as áreas monetárias tenham sido elaboradas no início da década de 1960, embora o sistema só tenha sido alterado uma década mais tarde.

Em 1994, durante uma conferência sobre a unificação monetária européia, Mundell fez um retrospecto do quadro dentro do qual se criou o sistema monetário internacional ao fim da Guerra:

“The challenges came to be divided into two categories. One was the *financial* problem concerning the balance of payments, exchange rates, and international lending; the other was the *commercial* problem involving protectionism, discrimination and the growth of trade and employment.” (Mundell, 1999, p. 2)³

Esta observação aponta claramente para as duas grandes ordens de questões econômicas envolvidas no *design* do sistema monetário internacional: a dos fluxos de capitais financeiros e aquela vinculada aos termos de troca e, portanto, às potencialidades de crescimento das economias nacionais e de seu espaço na divisão internacional do trabalho. Claramente o fator vulnerabilidade ganhou importância crescente nos

² A Alemanha Federal é um exemplo desse fenômeno.

³ O desafio esteve dividido em duas categorias. Uma era o problema *financeiro* relacionando com o balanço de pagamentos, as taxas de câmbio, e os empréstimos internacionais; a outra era o problema *comercial* envolvendo protecionismo, discriminação e o crescimento do comércio e do emprego.

mercados internacionais desde o aprofundamento do processo de abertura dos mercados financeiros internacionais, especialmente a partir da década de 1990, evidenciando, para parte dos analistas, a impossibilidade de manter a configuração do sistema imutável.⁴

As transformações no sistema monetário internacional foram bastante importantes a partir dos anos 1970. Passou a ser possível observar diferentes regimes cambiais convivendo. A Comunidade Européia caminhou na direção da cooperação monetária e esta rota foi confirmada apesar dos ataques especulativos⁵ sofridos por moedas pertencentes ao Sistema Monetário Europeu (SME) no início da década de 1990. Em seguida, foi a vez de países emergentes de várias partes do mundo serem vítimas da mesma volatilidade, na segunda metade dessa década. Kenen (2000) afirma que estes movimentos mostraram a extrema dificuldade de se continuar a ter na política cambial um instrumento de política econômica.

É razoável aceitar a idéia de que os valores relativos entre as moedas reflitam as diferenças entre as diversas economias e também a estabilidade político-institucional dos países. Ao mesmo tempo, cooperação e integração monetárias entre grupos de países ou regiões podem ser alternativas atraentes na competição internacional. Quantas moedas são necessárias para que a economia mundial funcione?

O conceito de moeda única foi criado e desenvolvido com a publicação de um artigo de Mundell em 1961. Este marco de referência mantém-se até hoje, embora o debate tenha sido retomado por uma vasta literatura, inspirada especialmente pela discussão originada no seio da Comunidade Econômica Européia desde o final dos anos 1960.

A questão central consiste em compreender o significado das decisões sobre as moedas nacionais. Em um caso mais extremo, pode-se perguntar porque um país atrela sua moeda a uma outra ou então, quais seriam as razões para um país ou um grupo de países abrirem mão da soberania sobre suas moedas.

⁴ A discussão acerca de eventuais reformas a serem efetuadas no modelo de governança do sistema financeiro internacional e na atuação dos organismos multilaterais permanece aberta.

⁵ Entre 1992 e 1993, uma série de ataques contra as moedas do SME pôs em cheque o sistema. Primeiro contra o Reino Unido, a Itália, Portugal e Espanha e, em agosto de 1993 contra o franco francês. A França manteve-se no SME, mas a Itália saiu e voltou em 1996.

Podem ser muitas as motivações que levam um grupo de regiões ou de nações a estabelecer um acordo de cooperação conduzindo à implementação de uma mesma moeda. A proposta evoca desde o início uma série de vantagens e desvantagens de desistir da política monetária como instrumento de política econômica. Se a preocupação central é com o ajuste do balanço de pagamentos e com a estabilidade de preços, obviamente a taxa de câmbio desempenha uma função primordial no processo.

O pano de fundo dos primórdios da discussão teórica sobre a unificação monetária coincide com o credo predominante quando da elaboração do sistema de Bretton Woods. Partindo da premissa de que salários nominais e preços tendem a apresentar certa rigidez, a taxa de câmbio deve desempenhar um papel fundamental no processo de ajuste. Havendo baixa mobilidade de capital, de forma que essa não exerça uma influência nas políticas domésticas, os governos podem lançar mão da política cambial para buscar o equilíbrio nas contas externas e deixar o ajuste doméstico por conta da política monetária e da política fiscal. Alterações na taxa de câmbio nominal levariam a variações na taxa real e, portanto, ocasionariam um desvio ou uma transferência (*switching*) de demanda entre os bens produzidos pela economia doméstica e os feitos no exterior. Dito de outra forma, haveria mudança na relação entre as demandas de bens comercializáveis e não-comercializáveis (*tradables* e *non-tradables*) em uma dada economia, o que influenciaria o balanço de transações correntes. Com reduzida mobilidade de capital, entende-se que os acertos na economia se façam sobretudo por meio das vias comerciais.

Embora a literatura sobre as áreas monetárias tenha nascido na década de 1960, como já mencionado, nos anos 1970 e 1980 o debate teórico avançou relativamente pouco. Entretanto, na década de 1990 houve uma retomada do tema, especialmente com o intuito de rever as bases do que passou a ser referência teórica para qualquer iniciativa de unificação monetária e, concretamente, para o caso europeu. A partir de então, os estudos foram mais centrados em aplicações empíricas dos modelos inicialmente propostos.⁶

⁶ Kenen (2000) faz uma rica análise do desenvolvimento da teoria das Áreas Monetárias Ótimas e de suas aplicações empíricas.

Antes de qualquer discussão que agregue também elementos políticos e institucionais, além dos econômicos, é preciso fazer uma breve revisão dos cânones da teoria das Áreas Monetárias Ótimas.

1.1. A teoria das Áreas Monetárias Ótimas (AMOs) de Robert Mundell (1961)

O artigo parte da constatação de que, enquanto os termos de troca não funcionarem como ajustadores automáticos das contas externas, dado que os sistemas cambiais apresentam rigidez, persistirão as crises no balanço de pagamentos. O sistema de taxas de câmbio flexíveis é defendido, segundo o autor, por estas taxas servirem como um mecanismo compensatório na presença de desajustes no balanço de pagamentos: um déficit no balanço de pagamentos levaria à depreciação da moeda e evitaria desemprego enquanto, na situação inversa de superávit, a inflação poderia ser evitada por uma apreciação cambial. Em decorrência deste raciocínio vem a questão fundamental: deveriam todas as moedas adotar um regime de câmbio flutuante?

Mundell estuda diferentes possibilidades para a configuração das áreas monetárias: com taxas de câmbios fixas ou flutuantes; áreas compostas por países ou por regiões. A primeira conclusão é de que não existiam no mundo, naquele momento, áreas monetárias ótimas.

A existência de crises recorrentes nos balanços de pagamentos advém da adoção de regimes de taxas fixas de câmbio e da rigidez dos sistemas de preços e salários nas economias que dificultam o processo de ajustamento natural das mesmas em situações de crises. Na opinião do autor, a mobilidade dos fatores se encarregaria de promover o ajuste. Desta maneira, economias regionais ou nacionais poderiam estar ligadas umas às outras por uma única moeda ou por um mecanismo de cooperação monetária e assim permitir um ajustamento mais suave diante das crises. Essa mobilidade, por sua vez, facultaria o ajuste de preços e demanda nas diferentes regiões.

Neste ponto cabe formular uma indagação acerca de quão realmente móveis são os fatores produtivos. O capital é, sem dúvida mais móvel do que o trabalho. Mesmo na União Européia, onde a mobilidade do trabalho é institucionalmente completa, sabe-se

que barreiras culturais, lingüísticas e mesmo de formação profissional limitam ainda em escala considerável a migração de mão-de-obra.

Uma área monetária é entendida como um conjunto de países e/ou regiões dentro do qual as taxas de câmbio são fixas. A existência desta área depende da cooperação entre vários bancos centrais ou da existência de um único banco central, cuja ação deve levar em conta a evolução do lado real da economia dos países e regiões que compõem a área monetária, o que, *per se*, já indica a complexidade inerente a ações da autoridade monetária. Evidentemente, uma área monetária em que coexistam várias moedas vinculadas entre si é bastante mais complexa do que uma outra com moeda única, dado que, no primeiro caso, a autoridade monetária não pode alterar o volume de meios de pagamento sem que isso interfira na paridade da moeda dentro da área.

Mundell leva seu raciocínio a uma posição extrema e aponta que os objetivos de manutenção de pleno-emprego e de estabilidade de preços poderiam ser conciliados através da existência de um banco central mundial. No entanto, ele conclui que uma área monetária de qualquer tipo não é capaz *a priori* de conciliar as políticas de todos os seus membros ao mesmo tempo. Da mesma forma, um banco central mundial também não seria capaz de resolver problemas de disparidades regionais. Claramente existem bolsões de desemprego e de pleno-emprego cujas características são distintas. Mais uma vez, a migração do fator trabalho entendida de forma ampla não é capaz de sanear desequilíbrios setoriais e/ou regionais. Ademais, os processos de mobilização de mão-de-obra envolvem outras diversas políticas, além da monetária.

A estabilização dos preços e o ajustamento no balanço de pagamentos, seja do ponto de vista regional, seja sob a ótica nacional, estabelecem uma mais intensa relação entre os países ou as regiões no caso de flutuação livre do câmbio, como também dentro de uma área monetária. A trajetória para a correção dos desequilíbrios passa por uma compensação entre as regiões e/ou os países e depende da mobilidade dos fatores no espaço econômico considerado.

Mundell afirma que o conceito de áreas monetárias ótimas ajuda a perceber que o conflito sobre a existência ou não de suficiente mobilidade de fatores entre países ou regiões é mais empírico do que teórico (Mundell, 1961: 661). A área monetária ótima é

a região definida por uma grande mobilidade interna de fatores e uma pequena mobilidade externa dos mesmos. Tanto a mobilidade dos fatores como a decisão de abandono de parte da soberania nacional pela adoção de uma moeda única são problemas essencialmente políticos e a configuração das economias neste sentido implica, concretamente, profundas transformações político-institucionais.

É fundamental lembrar que o desenvolvimento desta teoria no início dos anos 1960 coincide com a posição dominante após a Segunda Guerra no seio da teoria econômica sobre a possibilidade de sintonia entre as políticas fiscal e monetária na determinação da demanda agregada. De acordo com essa crença, a taxa de câmbio poderia mesmo desempenhar a função de variável de ajuste para as economias nacionais. Junto com essa visão está a idéia de independência da política monetária, o que atraiu a simpatia também dos teóricos monetaristas quando do lançamento da teoria das áreas monetárias.

Até os anos 1970, existia no mundo pouca experiência com a volatilidade embutida em um sistema internacional de taxas flexíveis mas já se sentia o peso da ancoragem cambial⁷ representada pelo sistema de Bretton Woods, como mencionado acima.

1.2. Desdobramentos, interpretações e complementos da teoria das Áreas Monetárias Ótimas

A literatura relativa às AMOs passou por diversas fases: já desde o início do debate, nos anos 1960, alguns aspectos foram integrados; a partir do final dos anos 1980 e começo dos 1990 o tema retomou grande importância, na medida em que se aprofundaram as negociações e os preparativos para a unificação monetária européia.

Uma sistematização bastante completa da teoria é oferecida por Mongelli (2002) em que o autor propõe a organização da teoria em quatro fases: uma primeira dita "pioneira" entre os anos 1960 e 1970; uma fase de "reconciliação" durante os anos 1970 em que as propriedades das AMOs são mais bem analisadas; um período de "reavaliação" da teoria nos anos 1980 e até início dos 1990; e, finalmente, uma fase "empírica", concomitante com os esforços de reavaliação, que se estende pelos últimos 15 a 20 anos.

⁷ A vinculação do curso das moedas a uma moeda de referência e a imposição de margens de flutuação retirava o poder de ajustamento da política cambial, ao mesmo tempo em que impunha disciplina monetária ao responsável pela moeda-padrão.

Naturalmente, em cada uma destas fases, precisões e refinamentos teóricos foram sendo inseridos. O conjunto da discussão teórica e das aplicações empíricas relacionado com as áreas monetárias tem como objetivo definir os grandes custos vinculados à unificação monetária e as vantagens de sua adoção. Para Mongelli (2002), a fase pioneira não logrou unificar dentro de uma estrutura comum às distintas contribuições nem tampouco conciliou os possíveis desdobramentos conflitantes da aplicação das propriedades de uma AMO. A discussão retomada nos anos 1970 e 1980 buscou conexões e inter-relações entre as propriedades originais. O período de reavaliação coincide com o crescente interesse levantado pelo desenvolvimento do processo de unificação monetária europeu. A partir de meados dos anos 1980, o desafio para executores de política econômica e para acadêmicos seria o de buscar na teoria respostas aplicáveis à experiência européia. A etapa da avaliação empírica das propriedades das áreas monetárias é composta de um extenso conjunto de trabalhos que aprofundam as características da integração monetária.

A proposta aqui não é de retomar cada uma das contribuições nem tampouco de refazer um levantamento da teoria. Convém, no entanto, mencionar as principais contribuições que servem de base para a discussão concreta da aplicação das áreas de moeda comum na Europa e eventualmente em outras regiões do mundo.

Importância da abertura da economia

O grau de abertura da economia é uma das variáveis mais importantes na avaliação da política cambial. Quanto mais aberta uma economia, maiores são os efeitos das mudanças dos preços internacionais sobre o nível de preços internos e a política cambial assume maior importância.

McKinnon (1963), partindo da constatação de que a preocupação de Mundell foi a de determinar a otimalidade das áreas monetárias e seu tamanho, propõe avaliar o conceito de ótimo de acordo com o grau de abertura da economia. A otimalidade é de difícil definição e quantificação e o caminho proposto para fazer a análise é o de estudar a relação entre os bens comercializáveis e não-comercializáveis. Uma área ótima de moeda seria aquela dentro da qual as políticas monetária, fiscal e cambial poderiam ser usadas para atingir os objetivos econômicos clássicos, nem sempre complementares:

pleno-emprego, equilíbrio nas contas externas e manutenção da estabilidade de preços internos.

Em uma economia com grande proporção de bens comercializáveis, por exemplo, os preços domésticos e o nível de emprego dependem em muito da taxa de câmbio e, destarte, a utilização de políticas monetária e fiscal tem seu resultado determinado também pelas condições do mercado internacional.

Cabe, então, para a definição de uma área monetária ótima, determinar as proporções de bens comercializáveis na economia, seu tamanho, conseqüentemente, o mecanismo de estabelecimento dos preços internos e as possíveis formas de financiamento de déficits no balanço de pagamentos.

Partindo desta análise, chega-se à discussão sobre a eventualidade de atrelar a moeda ao preço dos principais bens comercializáveis da economia ou, no caso de uma pequena economia, a uma moeda internacional mais forte. A busca do equilíbrio no balanço de pagamentos passa a ser uma tarefa de definição do valor relativo da moeda.

McKinnon inova em relação à idéia de Mundell (1961) ao propor que a questão da eficiência das áreas monetárias remete à relação de liquidez entre as moedas internacionais. Não se trata mais, portanto, de ter como variável central a mobilidade dos fatores mas sim a ênfase é dirigida à relação entre os componentes do sistema monetário internacional. Desta maneira, a análise da eficiência dos sistemas de taxas de câmbio flexíveis ou fixas perde parte de sua importância.

Pode-se proceder a diversas hipóteses de raciocínio para avaliar o tamanho ideal de uma área monetária e o mecanismo de determinação da taxa de câmbio. Sendo o comércio exterior a variável mais relevante para estes propósitos, deve-se estudar a composição do produto da economia em relação à parcela exportável sobre o conjunto, o tamanho da economia e o nível de comércio que realiza com o resto do mundo.

A liquidez da moeda dependerá da avaliação, tanto dos habitantes, como de investidores estrangeiros sobre o nível de preços dos bens não-transacionáveis que servirão de referência para o valor nominal da moeda. Isso significa que, quanto maior e mais

diversificado for o volume destes bens, menor será a vulnerabilidade da moeda cujo valor reflete a relação de comércio exterior da área monetária, pois menor será a relação *tradables/non-tradables*.

No caso contrário, em que a área monetária é pequena e a relação *tradables/non-tradables* é alta, a opção de vincular a moeda aos preços dos produtos para o mercado interno não é desejável. Nesta linha de pensamento, uma pequena economia aberta não seria uma área monetária ótima pois não existe um conjunto suficiente de bens não-transacionáveis cujos preços possam ancorar a moeda nacional que teria um papel ativo na política de estabilização ao garantir a manutenção do poder de compra da população. Países pequenos com economias abertas cujas economias estão concentradas na produção e exportação de serviços, por exemplo, teriam dificuldade em estabelecer uma referência de valor para a moeda baseada nos preços de produtos nacionais não-transacionáveis e portanto não dispõem da moeda como instrumento de estabilização.

Após a definição destes critérios, deve-se procurar delimitar os domínios ótimos para uma moeda e para a condução autônoma da política monetária, de forma a minimizar a dependência do ajuste das contas externas ao afluxo de capitais financeiros de curto prazo e serem possíveis políticas de ajuste do nível de emprego doméstico.

Voltando à discussão com Mundell (1961), McKinnon (1963) afirma que no primeiro modelo de áreas monetárias ótimas, a mobilidade de fatores foi tomada como a possibilidade geográfica de migração dos fatores dentro de uma determinada área monetária. Isso significa haver uma possibilidade de ajustamento dentro da área monetária e de flexibilidade do câmbio frente às demais áreas monetárias. A imobilidade entre indústrias ou setores seria um obstáculo ao ajustamento. A idéia de ter-se um mundo dividido em áreas monetárias ótimas possibilitaria a maximização da renda no mundo, sujeita à restrição de manter equilíbrio externo. Haveria, no entanto, que introduzir as especificidades do padrão de produção das diferentes regiões consideradas.

Por isso, para McKinnon, a abertura econômica seria um caminho para complementar a idéia original de Mundell sobre as áreas monetárias ótimas, uma vez que o equilíbrio poderia ser atingido através da migração de fatores entre os setores produtores de bens

comercializáveis e não-comercializáveis promovendo mudanças na alocação intersetorial de recursos.

Recentemente, a questão das áreas monetárias foi revisitada por numerosos autores. Fazendo a contextualização histórica da primeira contribuição de Mundell, McKinnon (2001) lembra que o modelo foi desenvolvido sob as hipóteses de expectativas estacionárias e não-antecipação de choques assimétricos por parte dos agentes. O decorrer do tempo e o acúmulo de experiência pela economia mundial permitiram a introdução de muitos refinamentos à discussão sobre a abertura comercial.

Relação com a política fiscal e diversificação da estrutura produtiva

Ainda na mesma onda da discussão teórica inicial das AMOs, pontos complementares foram somados ao debate por Kenen (1969). Entre suas contribuições aparecem os conceitos de domínios fiscais e domínios monetários dentro ou através dos quais operariam áreas monetárias. Sabendo que as áreas monetárias ótimas não necessariamente estão circunscritas dentro de fronteiras nacionais e por conseguinte, nem sempre sujeitas às competências fiscais dos Estados, formula-se a questão sobre a possibilidade de execução de políticas econômicas de ajustamento em uma área englobando várias regiões, com diferentes mercados de trabalho (uma área monetária não ótima, no sentido de Mundell) que possam compensar eventuais desvantagens decorrentes da criação da área monetária.

De maneira concreta, este dilema foi vivido pela Comissão Européia no início da preparação para a unificação monetária: as diferenças nos mercados e na estrutura econômica dos países membros evidenciaram a necessidade de se realizar complementações orçamentárias para transferências intra-regionais de recursos.

Ao lado disso, Kenen (1969) também especificou melhor o problema das diferenças nas estruturas produtivas dos membros de uma área monetária. Para ele, quanto maior a diversificação da economia, menos vulnerável a choques externos ela será, pois o agregado de exportações tenderá a ser mais estável e as variações em quantidades de determinados produtos terá um impacto relativamente menor sobre a taxa de câmbio. A

maior estabilidade da pauta de exportações também pode garantir uma menor dependência de capitais financeiros no ajuste do balanço de pagamentos.

Um aprofundamento no processo de diversificação produtiva poderia ser um caminho natural dos processos de integração econômica e monetária. Desta idéia decorre que a especialização pode ser tanto um fator de construção endógena da otimalidade⁸ dentro de uma área monetária, se for atingida uma complementaridade entre os membros da área, como também ser um fator de ampliação dos efeitos de choques externos que venham a atingir setores industriais específicos, se a especialização acontecer dentro de setores bem determinados, diminuindo ainda mais a complementaridade na produção.

Estes efeitos dependem da capacidade de adaptação dos setores produtivos do país e da velocidade de migração dos fatores e das decisões sobre a produção de um bem ou setor para outros.

É imprudente afirmar que o avanço do processo de integração econômica e monetária conduz com segurança a uma maior flexibilidade no ajustamento produtivo, ao estimular alguma diversificação na estrutura produtiva ou a transformações nas estruturas econômicas dos membros de um bloco. A partir desta constatação, ganham espaço os numerosos estudos realizados na segunda metade dos anos 1990, com o apoio de evidências empíricas, sobre os elementos endógenos que garantiriam a formação e consolidação de uma AMO.

AMOs endógenas

Partindo dos critérios apontados para a configuração de uma AMO, Frankel e Rose (1996) desenvolveram um extenso estudo empírico⁹ para mostrar que a ruptura institucional representada pela introdução de uma área monetária evidencia em seus efeitos uma ambigüidade que, no estágio inicial, é mais teórica. Isto porque, considerando como critérios básicos para determinar o interesse de países em estabelecer uma união monetária a extensão e as características do comércio internacional destes países e a correlação entre seus ciclos de negócios, estas variáveis

⁸ Em Kenen (1969) os aspectos que conduziriam à discussão dos elementos endógenos das AMO ainda não haviam sido tratados explicitamente.

⁹ Tendo como base 20 países industrializados com observações ao longo de 30 anos.

necessariamente passarão por transformações na medida que for sendo realizado o processo de unificação.

Os testes e estudos empíricos não permitem avaliar *ex-ante* com segurança a relevância dos critérios mencionados acima para os países que tomaram a decisão de renunciar a uma política monetária autônoma em favor dos benefícios representados pela união monetária, tanto no que concerne a seu comércio internacional, como a seu grau de exposição a choques sobre o nível de atividade econômica.

Desta maneira, os autores afirmam que "um exame ingênuo dos dados históricos conduz a uma imagem enganadora da adequação de um país para entrar em uma união monetária, dado que os critérios para a AMO são endógenos"(p. 2). Isto significa que as melhores condições para que um país obtenha ganhos com a participação na união monetária serão logradas ao longo do próprio processo de integração.

O estudo de Frankel e Rose (1996) estruturou-se a partir de dois critérios para as AMO: a natureza e extensão do comércio internacional, em especial o comércio intra-bloco, e a correlação dos ciclos de negócios entre estes mesmos países. A hipótese foi de que a observação de dados históricos e a elaboração de um modelo com parâmetros calculados podem ser inadequadas para determinar se um país deve ou não participar de uma área monetária.

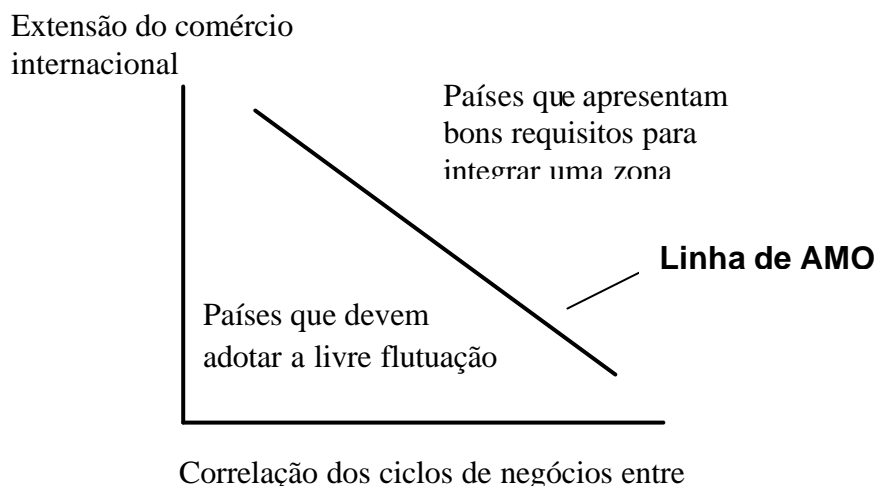
De acordo com Frankel e Rose (1996), o grau de integração de países varia no tempo e deve ser analisado usando como parâmetro adicional a simetria¹⁰ da evolução do nível de atividades (ciclos de negócios) nos ditos países. Os autores elaboram uma representação gráfica das áreas monetárias ótimas relacionando os dois critérios centrais: grau de comércio internacional e correlação entre os ciclos de negócios dos países candidatos a formar uma área monetária.

A reta de AMO ilustra uma fronteira separando países com elevado intercâmbio comercial e alta correlação dos ciclos econômicos que seriam os mais propícios a integrar-se a uma mesma moeda de outros para os quais, seja por terem reduzido

¹⁰ Entende-se aqui como simetria efeitos ou respostas de orientação similar das economias frente a choques.

intercâmbio comercial ou por reagirem distintamente aos ciclos, o mais indicado seria a adoção do câmbio flutuante. O gráfico abaixo reproduz a idéia dos autores.

Simetria dos ciclos de negócios, integração comercial e regime monetário



Fonte: Frankel e Rose (1996: 33, figura 1)

A hipótese é de que as duas relações são positivas: mais integração leva a um maior fluxo comercial, que, por sua vez, reforça as relações econômicas e induz a ciclos de negócios mais correlacionados.

O confronto com outras contribuições teóricas evidencia divergências neste ponto, posto que uma integração avançada pode também conduzir a uma maior especialização dos países e, portanto, contribuir para que haja uma redução da ligação entre seus níveis de atividade e suas respostas aos choques externos – um dos benefícios da união monetária. No processo integratório, a interdependência entre os países tende a aumentar. Daí deriva a necessidade de se determinar as características dos fluxos de comércio: se mais intensos entre setores ou dentro dos mesmos setores. A questão teórica volta, então, ao debate sobre o grau de especialização dos países parceiros, retomando a contribuição de Kenen.

Feitos os testes empíricos, Frankel e Rose (1996) concluem que determinar *ex ante* a qualificação de um país para participar de uma área monetária é bem mais difícil, já que o processo de aprofundamento da integração leva a uma mais estreita relação comercial

entre os membros e, por conseguinte, a um movimento mais sincrônico de seus ciclos de negócios. Por isso, um país teria mais atributos para a unificação *ex post*, quando de fato já participa dela. Assim, confirma-se a idéia inicial do estudo segundo a qual a Crítica de Lucas¹¹ se aplica ao caso da unificação monetária européia: não se pode partir de um estudo econométrico dos dados históricos para realizar inferências de política econômica.¹²

Um outro interessante estudo foi realizado por Van Bergeijk e Berk (2001) em que verificam se a mudança institucional nos países europeus com o início da UME teve um impacto significativo nas principais relações macroeconômicas e sobretudo na estrutura de longo prazo das taxas de juros. Os resultados mostram um considerável aumento de instabilidade nos parâmetros macroeconômicos (através da observação do nível de atividades) para a uma média de sete países da zona do euro e para os maiores países, como Alemanha, França e Itália nos anos de 1997 e de 1998 quando foram fixadas as taxas de conversão das moedas e os principais procedimentos para a unificação.

Para a Alemanha, esta maior instabilidade explica-se em primeiro lugar pelos efeitos econômicos da reunificação do país e pela unificação monetária "doméstica". Desde a primeira declaração da união monetária européia no início dos anos 1970 até sua realização trinta anos depois, os europeus não atingiram um consenso acerca da precedência entre a introdução de uma moeda única e a convergência fiscal e monetária. Para os monetaristas, a moeda única garantiria *per se* a convergência, enquanto que a visão alternativa defendia que a subsistência da moeda dependeria da prévia convergência macroeconômica.

A Alemanha foi o mais firme defensor das metas fiscais do tratado e foi também um dos países a ter maior dificuldade em atingir estas metas devido à reunificação. O processo de reunificação é visto por muitos autores como um especial choque exógeno. A Alemanha precisou, e acertou em fazê-lo, financiar a reconstrução do leste através de dívida pública.

¹¹ Lucas (1976) advertiu contra o uso demasiado amplo de modelos econométricos para avaliar propostas de política econômica, pois mudanças no regime das políticas deverão produzir efeitos não captados por parâmetros calculados a partir de um comportamento prévio dos agentes econômicos. As expectativas dos agentes são fortemente influenciadas por mudanças nas regras que definem a política econômica.

¹² Um ano após o início da circulação do euro nos doze países, representantes do BCE relatam a dificuldade de condução da política monetária na ausência de informações estatísticas históricas.

As decisões políticas resultaram em problemas econômicos para a adequação às regras de Maastricht. Enquanto a Alemanha pressionava seus parceiros europeus pela construção de instituições sólidas, suas próprias instituições estiveram em questão.

Países onde não houve uma ruptura institucional e que já estavam com suas moedas vinculadas ao marco alemão desde o começo do sistema monetário europeu sofreram muito menos instabilidades macroeconômicas durante a década de 1990.

1.3. Algumas questões levantadas pelas análises empíricas das AMOs

Um considerável número de contribuições empíricas foi elaborado sobretudo a partir dos anos 1990. Estes estudos, em sua maioria, testam as distintas propriedades que definiriam teoricamente as áreas monetárias ótimas. Mongelli (2002), referindo-se à análise concreta do caso europeu, afirma que estes estudos têm como objetivo operacionalizar a teoria. Apesar dos testes e da aplicação empírica dos postulados teóricos, não houve um consenso. Muitas das propriedades apresentadas pela teoria não se verificam no caso europeu mas também não levam à conclusão direta de que a Europa não pode ser uma AMO.

Bayoumi e Eichengreen (1998) concordam que as variáveis apontadas pelos desenvolvimentos pioneiros da teoria das AMOs são relevantes para testar a adequação de países e/ou regiões para a unificação monetária. Alguns pontos levantados por este extenso debate merecem destaque aqui.

Um dos aspectos mais importantes no estudo clássico de Mundell (1961) é a mobilidade de fatores que permitiria um ajustamento diante de choques permanentes e também quando houvesse rigidez dos salários reais. Os trabalhos empíricos mostraram que a mobilidade do trabalho na Europa é bastante baixa, fenômeno evidenciado pela comparação com a mobilidade entre estados dentro dos Estados Unidos (Eichengreen, 1997,¹³ entre outros). Existem muitas causas para essa baixa mobilidade da mão-de-obra europeia, tais como a existência de desemprego generalizado nos países membros da união; os altos custos da migração; barreiras culturais e lingüísticas; a inexistência até o

¹³ Eichengreen (1997) é a compilação de vários artigos publicados anteriormente. Serão feitas as especificações quando necessário.

momento de cobertura social e previdenciária além das fronteiras nacionais;¹⁴ dificuldades de revalidação e reconhecimento da formação profissional.

Embora a mobilidade do trabalho seja comprovadamente inferior na Europa do que nos Estados Unidos e, portanto, a resposta dos movimentos migratórios seja menos marcada, Eichengreen (1997)¹⁵ nota que as tendências de dispersão de longo prazo das taxas regionais de desemprego não são muito díspares daquelas observadas na Itália e no Reino Unido. Além disso, outras respostas podem resultar de uma tendência ao desequilíbrio nos mercados regionais de trabalho, como a migração de capitais, a alteração na intensidade capital/trabalho no sistema produtivo. A menor mobilidade na Europa não necessariamente seria um fator de maior instabilidade das economias que compõem a região.

Assim como a mobilidade do trabalho, a integração do mercado financeiro é menor na UE em relação aos Estados Unidos. A movimentação de capitais é livre mas estudos comprovam que a busca de minimização de risco através da diversificação da posse de ativos entre países é ainda relativamente restrita. Ao mesmo tempo, a convergência do nível das taxas de juros, especialmente depois da introdução do euro em 1999 torna mais difícil a realização de arbitragem através da troca de papéis de nacionalidades diferentes. Este movimento deve se intensificar com o tempo mas isso não garante que a estrutura e o modo de operação dos diferentes sistemas financeiros nacionais vão caminhar para uma homogeneização.

Por fim, uma versão "integrada" das diversas características das áreas monetárias foi proposta por Eichengreen e Bayoumi (1997).¹⁶ O objetivo deste estudo foi construir um índice que, de acordo com a proposta da teoria das AMOs, permitisse analisar os determinantes da variabilidade das taxas de câmbio. A idéia foi medir o grau de convergência nos três períodos considerados dos países europeus candidatos a aderir a uma união monetária.

¹⁴ Esse tema já está em avançado processo de discussão pelas instituições européias.

¹⁵ Capítulo 6: "Labor Markets and European Monetary Unification", originalmente publicado em 1993.

¹⁶ Em Eichengreen (1997). Capítulo 5: "Ever closer to heaven? An optimum currency area index for European countries". Os autores aplicam algumas das implicações das AMO a dados cruzados de vinte e um países industrializados, ajustando as variáveis de forma a considerar três períodos centrados nos seguintes anos: 1987, 1991 e 1995.

Das propriedades da teoria das AMOs, Eichengreen e Bayoumi (1997) escolheram as seguintes variáveis: medidas dos choques assimétricos pela variação bilateral do produto interno bruto e pelas diferenças na composição das pautas de exportação para captar o efeito dos choques específicos em setores ou indústrias; dados de comércio bilateral; uma medida do tamanho das economias nacionais pela média do PIB dos dois países. Com base nestes dados foi construído o índice de áreas monetárias ótimas de cada país em relação à Alemanha Federal, país que serviu de âncora ao sistema monetário europeu.

Os resultados do exercício econométrico permitiram que os autores agrupassem os países em três grupos: países que convergiram (Áustria, Bélgica, Países Baixos, acrescentando-se em 1995 a Irlanda e a Suíça); países que não convergiram (Reino Unido e Dinamarca) e países em processo de convergência, cujos índices vão caindo ao longo do tempo ao aproximarem-se do padrão de comparação (Grécia, Portugal, Itália, Suécia e Espanha).

A análise destes resultados aproxima-se dos desenvolvimentos políticos observados nos diferentes países europeus: o Reino Unido teve o índice mais elevado em todas as observações, mostrando a independência de seus movimentos cíclicos com relação ao continente e a menor importância relativa de seu comércio com a UE; o esforço de ajustamento dos países mediterrâneos preparando a integração monetária também fica expresso em seus índices declinantes; os países do Benelux e a Áustria tiveram desde logo maior aproximação com a economia alemã, movimento também ilustrado por seus índices.

Do artigo de Eichengreen e Bayoumi (1997) decorrem importantes conclusões que vão ao encontro da atuação e do discurso da Comissão Europeia: um dos fatores primordiais para a efetiva convergência e o sucesso da união monetária é a promoção do comércio intra-grupo; a promoção do mercado único é uma garantia adicional para o sucesso da união monetária.

Estas são algumas das contribuições dos estudos empíricos. É mais relevante neste ponto passar à observação da concreta experiência europeia em seu histórico e seus instrumentos institucionais de ação.

2. A experiência européia: estágios e diretrizes para a implantação do euro

2.1. Situação do Sistema Monetário Internacional como estímulo para a moeda européia

O mundo assistiu em 2002 à efetivação de um processo de unificação monetária de grande importância na Europa. A União Monetária e Econômica européia (UME) é o resultado de um longo processo de elaboração e negociações entre os países membros. As razões que levaram a quase totalidade dos países membros da União Européia a empreender profundas reformulações em suas estruturas econômicas e um considerável esforço de adequação das diferentes realidades nacionais com a finalidade de construir uma moeda única para a região são muitas e de origens distintas.

Desde a decretação, nos primórdios dos anos 1970, da falência do sistema de câmbio criado em Bretton Woods, as grandes nações industrializadas precisaram implementar um modelo de relacionamento entre suas moedas que não onerasse demasiadamente suas políticas econômicas domésticas e também lhes garantisse certa estabilidade nas contas externas. O processo de “desmonte” do sistema de Bretton Woods representou uma brutal transformação na estrutura monetária internacional. Ao abrir-se a possibilidade de flutuação das moedas, traziam-se novas preocupações para a condução da política econômica. A escolha pela flutuação, ao mesmo tempo, foi inevitável diante da intensificação da mobilidade do capital nos mercados mundiais.

Os anos 1970 e 1980 foram marcados por uma grande dificuldade de harmonização entre os principais países industrializados no que concerne a determinação das taxas de câmbio e a condução das políticas econômicas domésticas. A persistência do dólar norte-americano como moeda referência e âncora até meados da década de 1970 mostrou a instabilidade inerente a este sistema de “consenso internacional”. Não se verificou a pressuposição de que o país hegemônico agiria de forma a cooperar com a estabilidade geral do sistema e de que os demais países participantes obteriam apoio político e disciplina interna para manter seu funcionamento. A consequência inevitável da evolução deste sistema monetário foi uma série de ondas desestabilizadoras que conduziram à opção pela livre flutuação das moedas (Ghymers, 2001).

No entanto, a livre flutuação não conduziu a trajetórias de equilíbrio para as principais divisas participantes do Sistema Monetário Internacional (SMI). Verificou-se, ao contrário, na segunda metade da década de 1970, ciclos de desajustamentos das taxas cambiais com relação à saúde macroeconômica dos países. Ao mesmo tempo, a administração norte-americana não adotou uma ação cooperativa que indicasse uma via para a coordenação internacional.

Restava, portanto, aos países europeus a alternativa concreta e atraente do ponto de vista político¹⁷ (apesar de existirem divergências internas) de caminhar na direção de uma coordenação monetária dentro de seu bloco econômico, o que se justificava cada vez mais pela importância do intercâmbio comercial entre os países membros.

A liberalização comercial também tornava mais difícil a vinculação das moedas umas às outras, na ausência de outros laços econômicos e políticos mais consistentes. A existência da Comunidade Européia (CE) permitiu que se constituíssem vínculos coletivos entre as moedas dos países membros, fato de fundamental relevância para a condução posterior da política comercial comum (especialmente a política agrícola).

2.2. Montagem institucional da unificação monetária européia

A gestação de uma moeda comum para o bloco econômico europeu está, como se sabe, muito relacionada com os movimentos do SMI mas soma ganhos bastante consideráveis para o próprio bloco. A irreversibilidade de cada um dos passos da coordenação macroeconômica e a necessidade de obtenção de consensos políticos em nível nacional foram de grande importância para o fortalecimento da UE.

O processo realizou-se em muitas etapas. Durante os anos 1960, vários comitês de políticas comuns foram criados. Em maio de 1964 foi criado o Comitê dos governadores dos bancos centrais dos Estados membros da Comunidade Econômica Européia (CEE) que assumiu uma responsabilidade crescente na cooperação monetária entre os

¹⁷ A possibilidade de se constituir uma moeda que servisse de alternativa ao dólar norte-americano como reserva de valor internacional seria, sem dúvida, um passo de grande importância política para o fortalecimento da integração européia.

membros do grupo. Em 1969, na Cúpula de Haia e em 1970, com o Plano Werner,¹⁸ os países europeus esboçaram um projeto que poderia acarretar em uma concreta unificação monetária.

A partir de então, um grande número de resoluções e diretrizes no sentido da coordenação de políticas macroeconômicas foi sendo adotado durante os anos 1970, deixando explícito o caráter centralizador destas políticas. Porém, os resultados em termos de eficiência coordenativa e crescimento econômico foram bastante tímidos. Naquele momento, embora se possa identificar historicamente uma clara propensão dos países europeus a realizarem algum tipo de vinculação entre suas moedas (mesmo não se desvinculando da estrutura de Bretton Woods), não estavam dadas as condições políticas necessárias para avançar no caminho de uma união monetária propriamente.

É preciso refletir sobre a diferença política entre a construção de um mercado único e a criação de uma moeda única. Os custos políticos para os Estados nacionais em um processo de integração comercial são incomparavelmente menores e os benefícios bem mais imediatos. Vários governantes europeus vislumbravam já com clareza as sinuosidades do processo de aprofundamento da integração. Havia que permanecer presente o projeto de longo prazo da integração, mesmo se os avanços não pudessem ser planejados de forma linear.

A rota para a coordenação monetária começou a ser trilhada a partir da criação da famosa "serpente cambial" que perdurou entre 1972 e 1977 e delimitou uma zona de paridades fixas em um contexto de flutuação (as moedas deveriam flutuar dentro de bandas pré-determinadas). Ao instituir o esforço de manter as paridades entre as moedas européias, este processo reforçou a solidariedade econômica entre os países da CE e as restrições ligadas ao dólar tiveram seu peso diminuído sobre a Europa ocidental.

¹⁸ O Plano Werner recebeu o nome do Primeiro Ministro de Luxemburgo, Pierre Werner. Tratou-se de um relatório elaborado por uma Comissão ao longo de 1970, cujas propostas foram, grosso modo: a centralização das políticas macroeconômicas dos Estados membros da Comunidade; a fixação total da paridade entre as moedas; a liberalização dos movimentos de capital; o direcionamento para um sistema bancário unificado. Dificuldades políticas e a turbulência no SMI em 1971 inviabilizaram sua aplicação.

Restaram, no entanto, muitas dificuldades no interior da CE, dadas as fundamentais diferenças entre as economias participantes, o que será discutido com mais detalhe adiante. De fato, a serpente européia passou a ser uma zona monetária em torno do marco alemão, sendo que as demais moedas poderiam aderir ou sair do regime de flutuação administrada, recurso adotado temporariamente durante as crises cambiais do início dos anos 1990 pelo Reino Unido, Itália e França, por exemplo.

O Sistema Monetário Europeu (SME) foi formalmente criado em dezembro de 1978. Seu estabelecimento resultou de um impulso originado pela necessidade de ganhar competitividade no comércio mundial, dada a depreciação do dólar norte-americano, e pela reviravolta na política econômica francesa na direção do fortalecimento do franco. Desta forma, as linhas mestras do SME foram iniciadas a partir de iniciativas do chanceler alemão Helmut Schmidt e pelo presidente francês, Valéry Giscard d'Estaing, durante o Conselho Europeu de Bremen.

O SME tinha como tarefa imediata minimizar a vulnerabilidade da economia européia frente às oscilações do dólar, facilitando, conseqüentemente, investimentos intra-regionais livres do risco cambial. A peça-chave para o lançamento deste sistema foi o ECU (*European Currency Unit*) que, mesmo mantendo a curto prazo a característica de mais uma unidade de conta comum, apresentou-se desde seu lançamento como uma alternativa preliminar de moeda comum, especialmente confrontada com o dólar, dado que sua cotação inicial foi equivalente à da moeda americana.

O SME definiu a flutuação das moedas européias no interior de bandas fixas e garantiu que oscilações extremas de alguma moeda do sistema fora das bandas seriam evitadas ou corrigidas por atuações dos bancos centrais nacionais no mercado de câmbio no sentido de defender a paridade daquela moeda.

O ECU foi formado por uma cesta de moedas com participação ponderada pelo tamanho das economias nacionais (segundo o produto interno e o comércio exterior). O Fundo Europeu de Cooperação Monetária (FECOM), como parte integrante do SME, recebeu depósitos em ouro e dólar dos países participantes do ECU e também foi responsável pela coordenação de créditos entre nações denominados em ECUs. O marco alemão assumiu o papel de moeda âncora do ECU e as demais políticas monetárias

foram em muito orientadas de acordo com a atuação do Banco Central alemão (*Deutsche Bundesbank*). Essa ação comum teve o efeito bastante positivo de conduzir a uma bem sucedida estabilização dos índices inflacionários nos países europeus, em muitos casos ainda influenciados pela grande alta de preços dos anos 1970.¹⁹

Em sua evolução como um embrião de moeda, o ECU assumiu apenas parte das funções clássicas da moeda. Ao ter uma contrapartida em divisas internacionais, ele foi uma moeda de substituição – isto no âmbito do FECOM, foi, ainda, uma unidade de conta importante como referência nas políticas orçamentárias dos países europeus e também nas contas do setor privado. Não se pode afirmar, porém, que o ECU tenha sido intermediário de trocas nem tampouco reserva de valor. Em síntese, a importância deste embrião monetário reveste-se, sobretudo, de um significado político na direção de um aprofundamento da aproximação e coordenação entre as nações que o compuseram.

Este avanço foi comentado de forma muito clara por Ghymers (2001, p. 21):

“Una innovación importante del SME fue el carácter colegiado de cualquier decisión sobre las paridades entre las monedas participantes, puesto que estas paridades se definieron respecto de una cesta común (el ecu). Formalmente el SME era un conjunto de acuerdos bilaterales entre bancos centrales nacionales, lo que les daban mayor responsabilidad y funciones en un proceso que los llevaría a aumentar notoriamente su papel en la definición de las políticas europeas. Así, esta participación institucionalizada obligó a debatir colegialmente y permanentemente las políticas nacionales causantes de las tensiones cambiarias, y especialmente a modificar en el plano nacional el diálogo entre los bancos centrales y los ministerios de Hacienda. (...) Así, la coordinación se convirtió progresivamente en el resultado automático de la optimización de las combinaciones de políticas nacionales bajo normas obligatorias y frente a unos mercados que podían sancionar gravemente a las autoridades nacionales.”²⁰

¹⁹ O índice de preços ao consumidor apresentou importante queda para a maioria dos países da UE. Tomando como ilustração as taxas anuais de 1979 comparadas com 1992, tem-se: França (de 10,8% a 2,4%); Itália (de 14,8% a 5,2%); Reino Unido (de 13,5% a 3,7%); Irlanda (de 13,2% a 3,1%); etc.

²⁰ Uma inovação importante do SME foi o caráter colegiado de qualquer decisão sobre as paridades entre as moedas participantes, dado que estas paridades foram definidas de acordo com uma cesta comum (o ECU). Formalmente o SME era um conjunto de acordos bilaterais entre bancos centrais nacionais, o que lhes dava maior responsabilidade e funções dentro de um processo que os levaria a aumentar notoriamente seu papel na definição das políticas européias. Desta forma, esta participação institucionalizada obrigou a debater de forma colegiada e permanente as políticas nacionais causadoras de tensões cambiais, e especialmente a modificar no plano nacional o diálogo entre os bancos centrais e os ministérios de Fazenda. Assim, a coordenação converteu-se progressivamente no resultado automático de otimização das combinações de políticas nacionais sob normas obrigatórias e diante de mercados que poderiam sancionar gravemente as autoridades nacionais.

Dai se depreende que o mérito principal desta "pré-moeda" foi o de incutir disciplina às políticas econômicas nacionais, fato de extrema importância, na medida em que se uniam países com trajetórias e características políticas bastante distintas e, portanto, de difícil harmonização.

Os sócios puderam beneficiar-se de um aprendizado de disciplina monetária importado do *Bundesbank*, enquanto que a Alemanha pôde também diminuir os riscos de flutuações abruptas nas moedas parceiras e de apreciação do marco. Ao mesmo tempo, é evidente que a função de ancorar um grupo de moedas representa uma responsabilidade e um peso considerável sobre o país que, ao zelar pela paridade do marco frente às demais moedas, perde a ferramenta da política monetária, devendo lidar com as repercussões diretas sobre a economia doméstica. A apreciação do marco alemão nem sempre correspondeu a uma situação de dominância no comércio mundial, ao contrário, encareceu os custos de produção nacionais e seus produtos no mercado.²¹

No âmbito da "colaboração" monetária estabelecida entre os membros da CE, o exemplo da política econômica francesa do início dos anos 1980 é particularmente interessante. A tendência natural do novo governo socialista de François Mitterand de implementar uma política econômica expansionista conduziu rapidamente as contas públicas do país a desequilíbrios que enfraqueceram o franco nos mercados. O Banco de França, assim como o *Bundesbank*, precisaram intervir para segurar o curso da moeda. A debilidade da posição de um dos dois grandes sócios da CE era incompatível com seu papel no processo de integração. Ademais, essa política chocava-se com o esforço das autoridades alemãs de diminuir pressões inflacionárias domésticas. Este movimento repercutiu também na competitividade dos produtos franceses. Assim, a equipe econômica francesa, capitaneada por Jacques Delors, Ministro da Economia e Michel Camdessus, Secretário do Tesouro escolheu a rota de um retorno à estabilidade, eliminando pressões sobre o SME e já permitindo a preparação de uma etapa superior na integração monetária.

Os passos seguintes para a constituição de uma efetiva moeda comum foram dados a partir de uma longa série de negociações e arranjos institucionais. Interessa neste ponto

²¹ GUEROT, 2001.

retomar as principais etapas do processo, bem como o conteúdo e significado das diretrizes adotadas.

Quadro 1. Registro cronológico das etapas institucionais da unificação monetária européia

1972	Início do sistema "serpente" de flutuação monetária.
1973-74	Perturbações no sistema da serpente cambial. Crise do petróleo.
1978 dezembro	Conselho Europeu de Bruxelas: determinação das regras do mecanismo de taxas de câmbio para a criação do SME.
1979	Estabelecimento do SME (<i>ERM, Exchange Rate Mechanism</i>) e definição do mecanismo de taxas de câmbio fixas e ajustáveis. Criação do ECU composto por uma cesta de moedas.
1988 janeiro - fevereiro fevereiro junho	Governos francês e italiano propõem uma abordagem de colaboração para o gerenciamento monetário da UE. Alemanha propõe que a união monetária se faça com a criação de um banco central unificado e de uma moeda única. Conselho Europeu de Hanover remete a questão da unificação monetária ao Comitê Delors de bancos centrais nacionais.
1989 abril junho novembro dezembro	Publicação do Relatório Delors. Conselho Europeu de Madrid. Acordo para que se estabeleça uma conferência intergovernamental sobre união monetária e para que a fase I da UME começasse em julho de 1990. Início da reunificação alemã após a queda do Muro de Berlim. Primeira contra-proposta britânica de criação de um sistema de moedas competindo entre si. Conselho Europeu de Estrasburgo: acordo para iniciar uma conferência intergovernamental sobre união monetária em 1990.
1990 abril junho outubro dezembro	Helmut Kohl e François Mitterand propõem uma conferência intergovernamental sobre união política. Segunda contra-proposta britânica: <i>hard ECU</i> ; criação de uma moeda que não substituiria as moedas nacionais e seria referência do SME. Conselho Europeu de Roma1: acordo para o início da fase II em janeiro de 1994. Conselho Europeu de Roma 2: abertura de conferências intergovernamentais sobre união monetária e união política.
1991 dezembro	Conselho Europeu de Maastricht. As conferências intergovernamentais sobre união monetária e união política concluem e é redigido o texto de base para o novo Tratado da União Européia.
1992 junho setembro	Referendo na Dinamarca: não ao Tratado. Primeira crise do SME. Referendo na França: Tratado aprovado por estreita maioria.

1993 junho julho agosto	Segundo referendo na Dinamarca. Segunda crise do SME. Ampliação para 15% das margens de flutuação das moedas nas bandas.
1994 janeiro	Começo da fase II e estabelecimento do IME.
1995 dezembro	Conselho Europeu de Madrid concorda com a proposta da Comissão Europeia para a transição para a moeda única.
1996 novembro dezembro	Volta da Itália ao SME. Conselho Europeu de Dublin acerta os pontos principais do pacto de estabilização e crescimento.
1997 junho	Conselho Europeu de Amsterdã aprova pacto de estabilização e crescimento.
1998 maio	Conselho Europeu de Bruxelas confirma os membros iniciais para a fase III e nomeia o primeiro conselho executivo do Banco Central europeu.
1999 janeiro	Início da fase III: regime de política monetária unificada dirigida pelo BCE.
2002 1º janeiro março	Início da circulação de notas e moedas de euro. Fim da validade das moedas nacionais dos doze países membros da zona monetária.

Fonte: Levitt e Lord, 2000 e complementação própria

2.3. Critérios de convergência no Tratado de Maastricht

Gestação e nascimento da convergência macroeconômica

O modelo anterior de coordenação monetária no interior de bandas mostrou suas debilidades, sobretudo ao tolher as ações da política monetária domésticas e ao trazer ganhos relativamente restritos aos países participantes.

No final da década de 1980, os governos francês e alemão estavam convencidos das vantagens de caminhar em direção de uma unificação monetária completa. Em junho de 1988, o Conselho Europeu confirmou a intenção de fazer progressivamente a UME.

Naquele momento, tendo Jacques Delors na presidência da Comissão Européia, criou-se o Comitê Delors, composto pelos presidentes dos bancos centrais, um representante da Comissão e especialistas independentes. Das reuniões do Comitê resultou o Relatório Delors explicitando os objetivos da unificação monetária, estabelecidos de acordo com um plano de longo prazo e tendo como base uma visão gradualista da transição para a moeda comum.²²

O Relatório Delors foi aceito pelos países membros e uma conferência foi preparada para sua ratificação. Com a finalidade de criar a adequação institucional necessária para a realização das últimas fases da unificação monetária, foi necessário transformar o Tratado de Roma que criou o Mercado Comum Europeu em 1957, em uma união aduaneira com políticas econômicas comuns. Para tanto, teve lugar uma conferência intergovernamental para debater a União Econômica e Monetária - UME juntamente com a discussão sobre a união política. Assim nasceu o Tratado sobre a União Européia, conhecido como Tratado de Maastricht, cidade sede da conferência nos Países Baixos, aprovado em dezembro de 1991 e assinado em 7 de fevereiro de 1992.

A UME foi preparada em três grandes estágios: o primeiro teve como objetivo realizar as medidas preparatórias para o funcionamento das diretrizes estabelecidas no Tratado de Maastricht de 1992; o segundo estágio tratou de preparar os países membros para a adoção do euro e o terceiro teve início com a adoção do euro como moeda única nos doze países participantes da UME, a partir de 1º de janeiro de 1999.

Mais explicitamente, entre 1º de julho de 1990 e 31 de dezembro de 1993, os países participantes da união monetária trataram de abolir as restrições ao livre movimento de capitais, entre os países da União Européia e com terceiros e fazer um esforço de estabilidade e convergência de suas variáveis macroeconômicas, sob o assessoramento do Conselho de Ministros de Economia e Finanças (ECON). Desde então, iniciou-se um esforço no sentido de monitoramento das políticas econômicas dos Estados nacionais. Assim, este primeiro estágio procedeu a um levantamento de informações com o intuito de preparar um plano de trabalho até o final de 1993. Os passos subsequentes

²² O Relatório Delors apresentou algumas distinções especiais com relação a seu antecessor, o Relatório Werner: a liberalização dos fluxos de capital como uma fase preparatória, a existência de uma autoridade monetária comum aos países participantes (o BCE), as políticas fiscais nacionais ficariam a cargo dos governos, mas deveriam obedecer a certos critérios.

explicitariam a necessidade de modificações no Tratado que criou a Comunidade Européia, sobretudo no que se refere à criação de uma estrutura institucional de suporte às mudanças previstas.

O Tratado de Maastricht estabeleceu as regras para a criação do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e um protocolo para o Instituto Monetário Europeu (IME), organismo que precedeu o Banco Central Europeu (BCE).

O segundo estágio durou entre 1º de janeiro de 1994 e 31 de dezembro de 1998 e teve como ponto central o início do funcionamento de uma instituição monetária supranacional, o IME, criado efetivamente apenas em 1º de junho de 1998, assim como o SEBC. O período foi marcado por um aprofundamento e fortalecimento das políticas econômicas comuns.

As tarefas prioritárias do IME eram a de reforçar a colaboração entre os diferentes bancos centrais na coordenação das políticas monetárias e de garantir a preparação institucional para a fase seguinte de efetiva implantação da moeda única.

De forma concreta, foram introduzidas diretrizes no sentido de disciplinar a relação entre políticas fiscais e monetárias e impedir o acesso privilegiado do setor público a crédito de instituições financeiras. Foi adotada uma legislação garantindo independência estatutária dos bancos centrais nos países onde não existia. No final deste estágio, através da avaliação dos critérios estabelecidos pelo Tratado de Maastricht, foi possível determinar os países prontos a integrar a união monetária.

Partindo de quatro indicadores principais, seria testada a capacidade (possibilidade) de um país pertencer ou não à UME. Os critérios de convergência habilitando um país a pertencer à UME são: a estabilidade de preços (a taxa nacional de inflação não pode exceder em 1,5% a média das taxas de inflação de três países referência, aqueles com maior estabilidade de preços); a estabilidade dos juros (as taxas de juros de longo prazo não podem ser superiores a 2% da média dos três países referência, também os três mais estáveis); estabilidade nas taxas de câmbio (o curso da moeda do país deveria permanecer por dois anos dentro das margens de flutuação definidas pelo Sistema

Monetário Europeu); a saúde das finanças públicas (o déficit público efetivo não podendo ultrapassar a proporção de 3% do PIB).

Evidentemente, a adequação dos países a estes critérios seria feita, como já havia sido previsto no Relatório Delors, de maneira gradual e não necessariamente simultânea, deixando aos países a "liberdade" na condução do ajustamento aos critérios de convergência macroeconômicos.

O IME atuou de maneira fundamental na coordenação do processo de transição para a nova moeda única, tanto no que se refere à política econômica, como também nos aspectos regulamentares, operacionais e logísticos essenciais para o transcurso do terceiro estágio de implantação do euro.

O euro nasceu como unidade de conta e reserva de valor em 1º de janeiro de 1999, quando se marcou o começo do terceiro estágio de sua implantação. O euro passou a existir como moeda a partir da fixação irrevogável das taxas de conversão entre as moedas participantes (onze, naquele momento), substituindo o ECU, que serviu de referência monetária nas etapas anteriores. Em 1º de janeiro de 2001, a Grécia foi admitida a entrar na terceira fase da UME, levando a doze o número de países que compuseram a Eurolândia quando da entrada em circulação do euro.

As moedas nacionais permaneceram em circulação até o início do ano de 2002. Desde o início de 1999, transações comerciais e financeiras, a contabilidade empresarial, entre outros, passaram a poder ser realizados em euros, que teve também sua cotação negociada nos mercados de câmbio internacionais e pôde ser testado durante dois anos nestes mercados, especialmente frente ao dólar norte-americano.

Os critérios de convergência

A acesso de cada país à UME dependeu de sua qualificação na observância de critérios macroeconômicos definidos no Tratado da União Européia. Evidentemente, o grande objetivo da definição destes critérios foi o de conduzir os membros ao um máximo grau de homogeneidade e harmonização em suas estruturas macroeconômicas. Como se

poderá observar, buscou-se a estabilidade de preços, das taxas de câmbio, das taxas de juros de longo prazo e da disciplina fiscal:

Estabilidade de preços. Cada país deve apresentar um nível de preços que se situe dentro de uma faixa de 1,5% para cima e para baixo da média dos três países com maior estabilidade entre os Estados membros. Este cálculo é feito com base no índice de preços ao consumidor.

Convergência da variação cambial. Os países deverão ter respeitado as margens de flutuação definidas pelo SME durante os dois anos anteriores ao período de análise. A faixa de oscilação cambial foi definida em 2,25% em torno da paridade, feitas exceções à libra esterlina e à lira italiana, que poderiam flutuar em uma margem de 6%.

Convergência das taxas de juros. No ano anterior à qualificação, cada país membro da UME deve ter praticado uma taxa de juros de médio e longo prazo não superior a 2% da média dos três países com maior estabilidade de preços. O critério dos juros é uma medida bastante eficiente na medida em que esta variável reflete também a confiança dos mercados na saúde e estabilidade das economias.

Subjacente aos critérios de convergência cambial e de taxas de juros, está a pressuposição da existência de bancos centrais independentes e, portanto capazes de evitar desvios em relação aos critérios por parte das autoridades nacionais. Conforme mencionado acima, esta tarefa coube ao SEBC até a criação do BCE.

Convergência fiscal e orçamentária. A idéia mais imediata que emerge quando se menciona os critérios definidos pelo Tratado de Maastricht é a das obrigações impostas ao poder público. Este é, sem dúvida, o critério mais complexo em todos os sentidos: em sua própria definição, em seus métodos de aferição e controle, em seu significado político. De forma sintética, os critérios fiscais definem que cada Estado membro deva manter seu déficit orçamentário em até 3% do Produto Interno Bruto a preços de mercado e o endividamento público abaixo de um teto de 60% do PIB a preços de mercado. São aceitas ressalvas a estes valores de referência nos casos em que o país ultrapassar o nível de endividamento permitido por um período curto de tempo e quando

as cotas forem moderadamente superadas, mas o país mostre uma trajetória no sentido da disciplina fiscal.

O critério fiscal e orçamentário é detalhado e operacionalizado através da implementação de um **pacto de estabilidade e crescimento**. A idéia foi explicitada no Conselho Europeu de Dublin em dezembro de 1996, acordadas no Conselho de Amsterdam em junho de 1997 e adotadas no mês seguinte. Permanentemente na pauta das discussões, o pacto de estabilidade e crescimento tem como objetivo limitar os déficits orçamentários na zona do euro e evitar que países isolados pratiquem políticas que levem a déficit e possam comprometer os demais países. Ao mesmo tempo, o pacto propõe que sejam evitadas flutuações bruscas e indesejadas no nível de atividades.

O pacto de estabilidade e crescimento consiste em garantir que as medidas de disciplina impostas pelo esforço de convergência macroeconômica não tivessem como efeito a retração do nível de atividades e do emprego, via redução dos gastos públicos, limites ao endividamento e um controle mais estrito sobre a política monetária. Para a própria Comissão Européia, isto significa:

“Economic and monetary convergence in EMU must be durable, implying low budget deficits on a sustained basis. Budgetary discipline will keep short-term interest rates low by lessening the burden on monetary policy. Moreover, a responsible approach to budgetary policy will find favour with the financial markets and so ensure the lowest possible long-term interest rates within EMU. Fiscal discipline, by curbing public debt ratios and hence reducing the interest burden on public debt, will allow government spending to be restructured towards devoting a higher share of public money to priorities which are important to build long-run growth and employment.”²³

Dada a preocupação em ter um arcabouço operacional institucionalizado que permitisse a prevenção de desequilíbrios fiscais maiores e mais duradouro, o pacto de estabilidade e crescimento criou formas de sanção aplicáveis aos países que se distanciassem das

²³ European Commission, 1998, p. 16. A convergência econômica e monetária na UME deve ser durável, o que implica em baixos déficits orçamentários, em base sustentável. A disciplina orçamentária irá permitir a manutenção das taxas de juros de curto prazo em níveis baixos ao diminuir a sobrecarga sobre a política monetária. Além disso, uma abordagem responsável de política orçamentária terá apoio dos mercados financeiros e assim poderá garantir taxas de juros de longo prazo no nível mais baixo possível no âmbito da UME. A disciplina fiscal, ao restringir as parcelas da dívida pública e assim reduzir o peso dos juros sobre a mesma, permitirá uma reestruturação dos gastos públicos destinando uma fatia maior do dinheiro público a atividades prioritárias para a edificação de crescimento e emprego no longo prazo.

metas de convergência orçamentária. Inicialmente seriam feitas advertências e definidos prazos para a volta à normalidade e, em caso de insucesso, seriam aplicadas penas maiores como depósitos não remunerados que poderiam ser convertidos em multa, se o déficit excessivo não fosse solucionado em um prazo de dois anos.

Embora disciplinadoras e importantes, as restrições impostas pelo pacto de estabilidade e crescimento são especialmente pesadas quando a situação fiscal inicial de um país não é superavitária e diante da ocorrência de desvios no nível de atividades, ou na trajetória dos preços.

Com a introdução da moeda única e, portanto, ficando a política monetária sob responsabilidade do BCE, a margem de atuação das autoridades fiscais de cada país é estreitada e pode eventualmente emergir uma questão sobre o comportamento cooperativo ou não das duas autoridades, a monetária supranacional e o governo nacional disposto a agir diante de algum choque sobre a economia.²⁴

Fundamentação dos critérios de convergência pela UE

Descritos os passos para a convergência macroeconômica na UE, a questão diretamente relacionada a estas políticas é sobre os critérios, a *rationale*, que levou à determinação dos pontos específicos a serem seguidos pela política econômica.

A Comissão Européia justifica a unificação monetária como um instrumento de promoção de crescimento sustentado e em um meio de superar obstáculos à prosperidade econômica representados por instabilidades cambiais e pelo conflito expresso entre os objetivos de política fiscal e uma política monetária voltada para a manutenção da estabilidade.²⁵

A disciplina fiscal e orçamentária é defendida com ou sem unificação monetária através dos argumentos clássicos da teoria econômica: déficits públicos excessivos estão correlacionados em geral com taxas de juros elevadas; o crescimento do estoque de

²⁴ Buti, Roeger e in't Veld (2001) mostram, a partir de uma análise de um jogo simples que, se o governo tem como meta o ajuste ao ciclo, os ganhos serão maiores se este cooperar com a autoridade monetária e sua política restritiva.

²⁵ European Commission (1998).

dívida pública reduz os graus de liberdade da atuação dos governos; uma diminuição na taxa de juros como resultado de uma estabilização das finanças públicas induz ao direcionamento de recursos privados de poupança para gastos em investimento.

O artigo 103 do Tratado de Maastricht estabelece que as políticas econômicas dos Estados membros são assunto de interesse comum e devem ser coordenadas. A meta seria obter a maior homogeneidade possível entre os membros da zona monetária.

Os valores de referência foram determinados de acordo com fatores econômicos e políticos. A definição destes parâmetros levou em conta a evolução histórica dos indicadores nacionais mas efetivamente foi uma decisão política. Vários autores apontam para a arbitrariedade das escolhas de metas, especialmente quanto ao pacto de estabilidade e crescimento.²⁶ Com relação aos critérios para inflação, juros e taxa de câmbio, a busca de homogeneização é de entendimento simples, pelas médias dos países mais estáveis e, no caso do câmbio, pelo cumprimento das margens de flutuação acordadas.

Ao mesmo tempo, os números que serviriam de metas para a convergência deveriam poder ser defendidos politicamente e de forma ampla para as sociedades dos países membros. Aí entra o componente político: os "números mágicos" de limite de 60% do PIB e 3% de déficit público tornaram-se estandartes públicos do processo de unificação monetária e passaram a ser familiares mesmo para a opinião pública não européia.

2.4. Realização efetiva do processo de unificação monetária

Pode-se compreender que regras estabelecidas para servir e serem obedecidas por um grande grupo de países sejam de difícil implementação, desde sua própria interpretação, seu funcionamento prático, até a efetiva aplicação de sanções, em caso de não cumprimento das mesmas. Além da concordância sobre um modelo econômico que sirva de orientação aos critérios adotados, existem inúmeras considerações políticas que fundamentam e dão respaldo às decisões comunitárias. Melhor dizendo, o balizamento foi e deverá ser, antes de tudo, político.

²⁶ Este tema será retomado em capítulos posteriores. Ver, entre outros, Wyplosz (2002b).

Implementação das fases para a UME e debate em torno dos critérios de convergência

As características do modelo de convergência gradual adotado pela União Européia mostraram nesta experiência concreta a importância da definição rígida de fases ao final das quais seriam avaliados os desempenhos nacionais e feitos os ajustes necessários. Deve-se notar que a complexidade dos termos sobre a mesa de negociação levou ao desenvolvimento de um processo bastante cuidadoso para a preparação da moeda única.

A implementação de cada uma destas etapas não foi linear. Durante o processo de preparação para a moeda única ao longo dos anos 1990, grande número de críticas e um certo ceticismo estiveram presentes na discussão de acadêmicos e políticos europeus.²⁷

Entre outros aspectos, denunciou-se uma eventual falta de rigor na determinação dos critérios de convergência. No caso da taxa de inflação, embora em um primeiro momento as regras pudessem parecer definidas com pouca clareza, houve, a partir de 1992, o desenvolvimento da metodologia de um índice harmonizado de preços ao consumidor, cuja elaboração fez-se a partir da cooperação dos institutos de estatística nacionais. Sobretudo a partir de 1997, intensificaram-se os esforços de harmonização.²⁸

Na realidade, o critério da estabilidade das taxas de inflação é, sem dúvida, o que desperta menor discordância. Trata-se de um critério básico para uma unificação econômica e monetária e deveria ser uma consequência direta de um bom caminho de harmonização da política econômica como um todo. O questionamento imediato que poderia ser feito ao critério de estabilidade de preços é de ordem metodológica, a despeito dos esforços de harmonização implementados. A fórmula de cálculo do índice poderia dar margem a diferenças entre os resultados nacionais. Esta é uma objeção real, mas de menor importância quando se observa a efetiva convergência das taxas de inflação dos países, sobretudo ao longo dos anos 1990.

²⁷ Um bom levantamento e sistematização do debate sobre o UME até 1996 foi realizado por Winterberg (1998).

²⁸ Para detalhes sobre a metodologia, veja-se Relatório da Comissão Européia (http://europa.eu.int/lex/em/com/rpt/2000/com2000_0742en01.pdf)

**Tabela 1.1. Índices de preços ao consumidor para membros da UE
(% taxas anuais)**

	1979	1980	1985	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Alemanha	4,1	5,4	2,2	1,3	2,8	2,7	3,5	4,0	4,1
Bélgica	4,5	6,7	4,9	1,2	3,1	3,5	3,2	2,4	2,8
Dinamarca	9,6	12,3	4,7	4,6	4,8	2,6	2,4	2,1	1,3
Espanha	15,7	15,6	8,8	4,8	6,8	6,7	5,9	5,9	4,6
França	10,8	13,3	5,8	2,7	3,5	3,4	3,2	2,4	2,3
Grécia	19,0	24,9	19,3	13,5	13,7	20,4	19,5	15,9	14,4
Itália	14,8	21,2	9,2	5,1	6,3	6,4	6,3	5,2	4,5
Luxemburgo	4,5	6,3	4,1	1,5	3,4	3,7	3,1	3,2	3,6
Países Baixos	4,2	6,5	2,2	0,7	1,1	2,5	3,9	3,7	2,1
Portugal	23,6	16,6	19,3	9,6	12,6	13,4	11,4	8,9	6,5
Reino Unido	13,5	18,0	6,1	4,9	7,8	9,5	5,9	3,7	1,6

Fonte: Kaelberer (2001: 137)

**Tabela 1.2. Variação anual média dos índices harmonizados de preços ao
consumidor para a zona do euro**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Zona do euro	3,6	3,3	2,7	2,4	2,2	1,6	1,1	1,1	2,3	2,5	2,2
EU 15 países	4,0	3,4	2,8	2,8	2,4	1,7	1,3	1,2	2,1	2,3	2,1
Alemanha	nd	nd	nd	nd	1,2	1,5	0,6	0,6	2,1	2,4	1,3
Áustria	3,5	3,2	2,7	1,6	1,8	1,2	0,8	0,5	2,0	2,3	1,8
Bélgica	2,3	2,5	2,4	1,3	1,8	1,5	0,9	1,1	2,7	2,4	1,3
Espanha	nd	4,9	4,6	4,6	3,6	1,9	1,8	2,2	3,5	2,8	4,0
Finlândia	3,3	3,3	1,6	0,4	1,1	1,2	1,4	1,3	3,0	2,7	1,7
França	2,4	2,2	1,7	1,8	2,1	1,3	0,7	0,6	1,8	1,8	1,9
Irlanda	nd	nd	nd	nd	2,2	1,2	2,1	2,5	5,3	4,0	4,4
Grécia	nd	nd	nd	nd	7,9	5,4	4,5	2,1	2,9	3,7	3,9
Itália	5,0	4,5	4,2	5,4	4,0	1,9	2,0	1,7	2,6	2,3	2,8
Luxemburgo	nd	nd	nd	nd	1,2	1,4	1,0	1,0	3,8	2,4	2,5
Países Baixos	2,8	1,6	2,1	1,4	1,4	1,9	1,8	2,0	2,3	5,1	3,6
Portugal	8,9	5,9	5,0	4,0	2,9	1,9	2,2	2,2	2,8	4,4	4,1
Est. Unidos	3,0	3,0	2,6	2,8	2,9	*	1,5	2,2	3,4	2,8	2,2
Japão	1,7	1,3	0,7	-0,1	0,2	*	0,7	-0,3	-0,7	-0,7	-0,4

Fonte: Eurostat, European Commission (2002). *Money, Finance and the euro: statistics*. 1, 2002. Dados de 2002 em www.europa.eu.int/comm/eurostat/.

(*) não disponível em Eurostat.

**Tabela 1.3. Índices de preços ao consumidor harmonizados para a zona do euro
(base 1996=100)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Zona do euro	100,0	101,6	102,7	103,8	106,3	109,0	111,4
Alemanha	100,0	101,5	102,1	102,8	104,9	107,4	108,8
Áustria	100,0	101,2	102,0	102,5	104,5	106,9	108,8
Bélgica	100,0	101,5	102,4	103,6	106,4	109,0	110,4
Espanha	100,0	101,9	103,7	106,0	109,7	113,7	118,2
Finlândia	100,0	101,2	102,6	103,9	107,0	109,0	110,9
França	100,0	101,3	102,0	102,5	104,4	106,3	108,3
Irlanda	100,0	101,2	103,4	106,0	111,5	116,0	121,1
Grécia*	--	--	--	--	--	120,1	124,8
Itália	100,0	101,9	103,9	105,7	108,4	111,3	114,4
Luxemburgo	100,0	101,4	102,4	103,4	107,3	109,9	112,6
Países Baixos	100,0	101,9	103,7	105,8	108,2	113,8	117,9
Portugal	100,0	101,9	104,2	106,4	109,4	114,2	118,9

Fonte: Eurostat, European Commission (2002). *Money, Finance and the euro: statistics*. 1, 2002. Dados de 2002 em www.europa.eu.int/comm/eurostat/.

(*) A Grécia só passou a integrar a zona do euro a partir de 2001.

As finanças públicas exigiram esforços consideráveis de ajustamento por parte dos Estados nacionais. As principais variáveis de controle estabelecidas na pacto de estabilidade e crescimento são o déficit do setor público medido como proporção do PIB e o nível de endividamento estatal.

Ambas as tabelas abaixo mostram a grande disparidade entre as situações dos países membros da UE ao longo do tempo. Observa-se, porém, que existiu uma visível melhora das finanças públicas em alguns países, fruto do esforço de coordenação e da disciplina imposta pelas políticas de convergência. O caso da República da Irlanda é bastante ilustrativo pois o país em dez anos passou de um endividamento superior a 100% do PIB para uma dívida bruta em torno de 35% do produto. Outro exemplo curioso é o da Grécia, que logrou diminuir o déficit estatal mas permanece com um volume muito elevado de dívida. Fenômenos parecidos são observados na Itália e na Bélgica, embora não se deva buscar uma explicação única para estes desempenhos nacionais. Diferenças bastante marcadas permanecem, tanto no nível do déficit público, como no grau de endividamento e, como se sabe, os critérios fiscais têm sido intensamente tratados pela Comissão Europeia com os Estados membros, particularmente após o início da circulação do euro em 2002.

**Tabela 1.4. Déficit das administrações públicas
(como % do PIB)**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Zona do euro	nd	nd	nd	5,1	4,3	2,6	2,2	1,3	-0,1	1,5	2,3
EU 15 países	nd	nd	nd	5,2	4,2	2,5	1,6	0,7	-1,0	0,8	1,9
Alemanha	2,6	3,1	2,4	3,5	3,4	2,7	2,2	1,5	-1,1	2,8	3,8
Áustria	2,0	4,2	5,0	5,3	4,0	2,0	2,4	2,3	1,5	-0,2	1,8
Bélgica	8,1	7,3	5,0	4,3	3,8	2,0	0,7	0,5	-0,1	0,4	0,1
Dinamarca	2,2	2,9	2,4	2,3	1,0	-0,4	-1,1	-3,1	-2,5	-3,1	-2,0
Espanha	nd	nd	nd	6,6	4,9	3,2	2,7	1,1	0,6	0,1	0,0
Finlândia	5,6	7,3	5,7	3,7	3,2	1,5	-1,3	-1,9	-7,0	-4,9	-3,6
França	4,2	6,0	5,5	5,5	4,1	3,0	2,7	1,6	1,3	1,4	2,7
Irlanda	3,0	2,7	2,0	2,2	0,2	-1,2	-2,4	-2,1	-4,4	-1,6	1,0
Grécia	nd	nd	nd	10,2	7,4	4,0	2,5	1,9	1,1	1,2	1,3
Itália	10,7	10,3	9,3	7,6	7,1	2,7	2,8	1,8	0,5	2,2	2,4
Luxemburgo	-0,1	-1,9	-2,7	-2,6	-2,0	-2,8	-3,1	-3,6	-5,6	-6,1	-0,5
Países Baixos	4,2	2,8	3,5	4,2	1,8	1,1	0,8	-0,7	-2,2	-0,1	0,0
Portugal	nd	nd	nd	4,5	4,0	3,0	2,6	2,4	2,9	4,2	3,4
Reino Unido	6,4	7,9	6,7	5,8	4,4	2,2	-0,2	-1,1	-4,0	-0,7	1,1
Suécia	nd	nd	10,6	7,7	3,1	1,6	-1,9	-1,5	-3,7	-4,8	-1,4

Fonte: Comissão Europeia – DG Assuntos Monetários e Financeiros

**Tabela 1.5. Dívida pública bruta
(como % do PIB)**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Zona do euro	61,9	67,2	69,5	73,0	75,4	75,4	73,7	72,5	70,1	69,3	69,6
EU 15 países	--	--	66,8	70,2	72,1	71,0	68,9	67,2	64,1	63,0	63,0
Alemanha	42,9	46,9	49,3	57,0	59,8	61,0	60,9	61,2	60,2	59,5	60,9
Áustria	57,2	61,8	64,7	69,2	69,1	64,7	63,7	64,7	63,0	62,7	63,2
Bélgica	132,5	138,2	135,9	134,0	130,2	124,8	119,6	114,9	109,6	108,6	105,6
Dinamarca	66,3	78,0	73,5	69,3	65,1	61,2	56,2	52,7	46,8	44,7	44,0
Espanha	46,8	58,4	61,1	63,9	68,1	66,6	64,6	63,1	60,5	57,1	55,0
Finlândia	40,6	56,0	58,0	57,2	57,1	54,1	48,8	46,8	44,8	43,4	42,4
França	39,6	45,3	48,4	54,6	57,1	59,3	59,5	58,5	57,3	57,3	58,6
Irlanda	100,2	96,3	90,5	82,7	74,1	65,1	54,8	49,3	38,6	36,4	35,3
Grécia	87,9	110,2	107,9	108,7	111,3	108,2	105,6	105,1	106,2	107,0	105,8
Itália	107,7	118,1	123,8	123,2	122,1	120,2	116,4	114,5	110,6	109,9	110,3
Luxemburgo	4,7	5,7	5,4	5,6	6,2	6,1	6,3	6,0	5,6	5,6	4,6
Países Baixos	77,8	79,0	76,3	77,2	75,2	69,9	66,8	63,1	55,8	52,8	51,0
Portugal	54,4	59,1	62,1	64,3	62,9	59,1	55,0	54,4	53,4	55,5	57,5
Reino Unido	39,2	45,4	48,5	51,8	52,3	50,8	47,7	45,1	42,1	39,1	38,5
Suécia	--	--	76,2	76,2	76,0	73,1	70,5	65,0	55,3	56,6	53,8

Fonte: Comissão Europeia – DG Assuntos Monetários e Financeiros.

Não resta dúvida de que o ponto mais polêmico e crucial entre os critérios de ajuste é o da convergência da política fiscal e orçamentária.

Na linha das críticas mais amplas, inscreve-se a questão de que os valores de referência, sobretudo para os critérios orçamentários, podem ser uma medida que atinge de forma desigual os países membros. Um déficit orçamentário de 3% do PIB pode ter diferentes significados segundo a estrutura dos países, a situação histórica e política específica que estão vivendo em determinado momento. A mesma ressalva se aplica para o endividamento público cuja estrutura de prazos de vencimento pode variar muito, assim como o modelo de administração da dívida, sua forma de financiamento e, de forma mais geral, o significado para a economia nacional de um determinado índice de endividamento, segundo o tamanho da economia envolvida.

Assim, a decisão sobre as advertências e sanções que possam ser aplicadas a países da zona do euro revestem-se também de caráter político, com o risco de se tornarem de certa forma arbitrárias.²⁹ Um tal estado de coisas remete à questão principal acerca da concessão de soberania nacional em prol de uma política unificada. O problema clássico do risco moral também se coloca: se um país, ao desviar-se das metas para as finanças públicas, sabe que sua punição de acordo com o pacto de estabilidade e crescimento não acontecerá, para não desestabilizar o sistema monetário, seu estímulo a cumprir as metas é menor. Mesmo vigorando o processo decisório da Comissão sobre sanções e advertências aplicáveis aos países que não se enquadrarem nos critérios acordados, as votações não são completamente isentas de viés de favorecimentos de uns países pelos outros motivados por razões diversas.

O critério de convergência das taxas de câmbio exige dos países a renúncia ao instrumento cambial como variável de ajuste macroeconômico. Parece razoável no horizonte de um acordo de unificação monetária, porém de realização menos evidente durante o período preparatório. Com efeito, durante a década de 1990, muitos países

²⁹ A necessidade de vigilância sobre a zona do euro e a efetiva possibilidade de aplicação de “advertências preventivas” e posteriormente sanções foi testada já no segundo mês de circulação da nova moeda européia. Com efeito, na segunda semana de fevereiro de 2002, Alemanha e Portugal deveriam ser de alguma forma repreendidos por seu afastamento das regras do pacto de estabilidade e crescimento. Razões políticas permitiram que isso não acontecesse no momento preciso, o que levou até mesmo membros da autoridade monetária nacional alemã a reconhecer que o pacto não foi aprovado em seu primeiro exame prático. (ver *Le Monde*, 12.02.2002)

precisaram distanciar-se das margens de flutuação previamente determinadas. Foi fundamental que países como a Alemanha e a Holanda pudessem manter-se no interior da banda de variação original, em períodos de elevada volatilidade na primeira metade dos anos 1990. Manteve-se assim o parâmetro para um realinhamento posterior das demais moedas.

Tabela 1.6. Taxas de câmbio anuais médias do ECU

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
USA-dólar	1,154	1,182	1,102	1,273	1,239	1,298	1,171	1,190	1,308	1,270	1,134	1,121
Iene-Japão	166,6	151,5	151,9	183,7	166,5	164,2	130,1	121,3	123,0	138,1	137,1	146,4
Franco suíço	1,712	1,728	1,800	1,762	1,772	1,818	1,730	1,621	1,546	1,568	1,644	1,622
Marco alemão	2,072	2,074	2,070	2,052	2,051	2,020	1,936	1,925	1,874	1,910	1,964	1,969
Franco francês	6,929	7,036	7,024	6,914	6,973	6,848	6,634	6,583	6,525	6,493	6,613	6,601
Lira italiana	1495	1537	1510	1522	1533	1596	1841	1915	2130	1959	1929	1944
Peseta	142,2	137,6	130,4	129,4	128,5	132,5	149,1	158,9	163,0	160,7	165,9	167,2
Dracma	156,3	167,6	178,8	201,4	225,2	247,0	268,6	288,0	303,0	305,5	309,4	330,7
Escudo	162,6	170,1	173,4	181,1	178,6	174,7	188,4	196,9	196,1	195,8	198,6	201,7
Libra-Irlanda	0,775	0,776	0,777	0,768	0,768	0,761	0,800	0,794	0,816	0,793	0,748	0,786
Franco-Bélg./Lux.	43,04	43,43	43,38	42,43	42,22	41,59	40,47	39,67	38,55	39,30	40,53	40,62
Florim	2,334	2,335	2,335	2,312	2,311	2,275	2,175	2,158	2,099	2,134	2,210	2,220
Schilling	14,57	14,59	14,57	14,44	14,43	14,22	13,62	13,54	13,18	13,43	13,82	13,85
Markka-Finl.	5,065	4,944	4,723	4,855	5,002	5,807	6,696	6,191	5,709	5,828	5,881	5,983
Libra-R. Unido	0,705	0,664	0,673	0,714	0,701	0,738	0,780	0,776	0,829	0,814	0,692	0,676
Coroa-Dinamarca	7,884	7,952	8,049	7,857	7,909	7,809	7,594	7,543	7,328	7,359	7,484	7,499
Coroa-Suécia	7,310	7,242	7,099	7,520	7,479	7,533	9,122	9,163	9,332	8,515	8,651	8,916

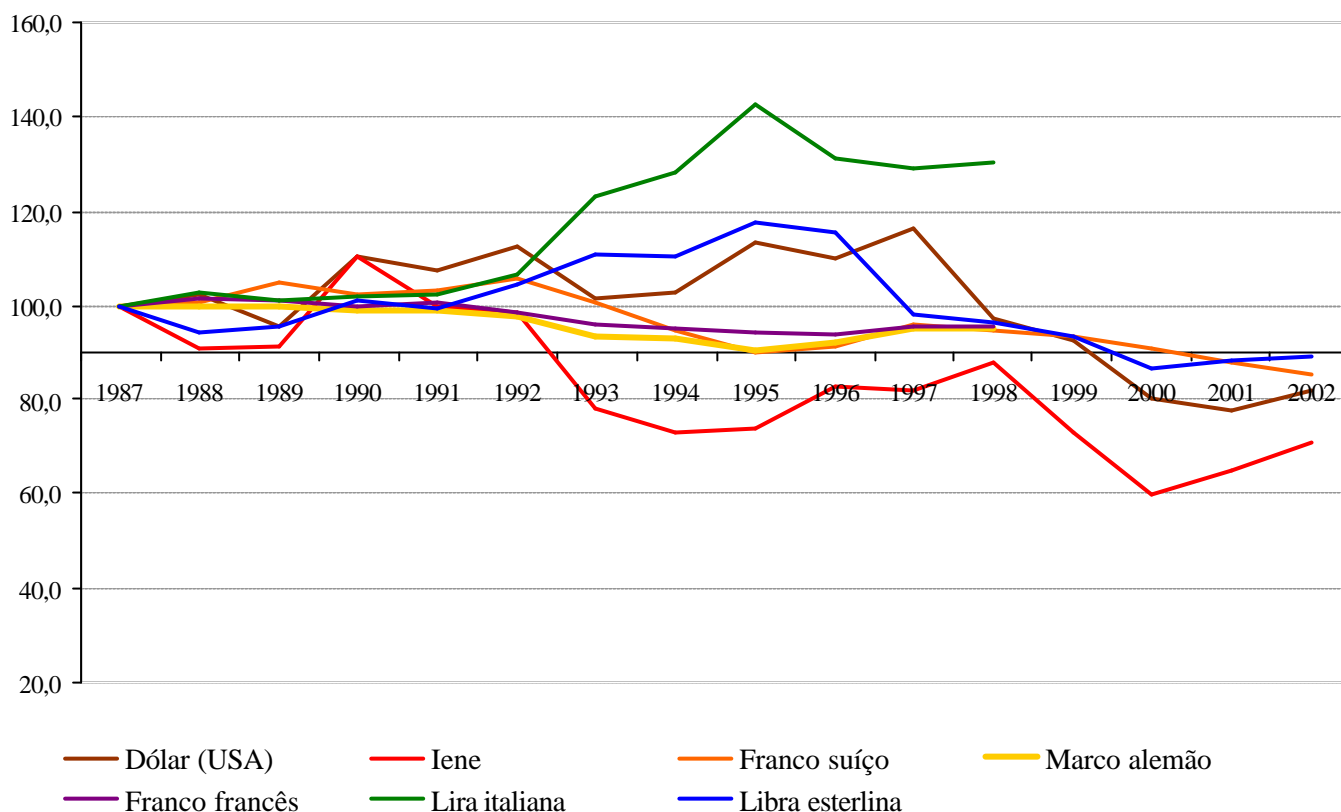
Fonte: Eurostat, European Commission (2002). *Money, Finance and the euro: statistics*. 1, 2002, p. 12.

Tabela 1.7. Taxas de câmbio anuais médias do euro

	1999	2000	2001	2002
USA - dólar	1,0658	0,9219	0,8955	0,9460
Iene - Japão	121,32	99,47	108,69	118,10
Franco suíço	1,6003	1,5579	1,5104	1,4670
Libra - R. Unido	0,6587	0,6095	0,6218	0,6290
Coroa -Dinamarca	7,436	7,454	7,452	7,426
Coroa -Suécia	8,81	8,45	9,26	9,09

Fonte: Eurostat, European Commission (2002). *Money, Finance and the euro: statistics*. 1, 2002, p. 12 e para 2002 Banco Central Europeu (www.ecb.int) e Bancos Centrais da Dinamarca e Suécia

**Gráfico 1.1. Câmbio ECU-Euro em relação a moedas selecionadas
(índice base: 1987=100)**



Elaboração própria. Fonte dos dados: Eurostat, European Commission (2002). *Money, Finance and the euro: statistics*. 1, 2002, p. 12 e para 2002 Banco Central Europeu (www.ecb.int)

Os dados indicam claramente uma perda de valor do ECU-euro frente ao dólar norte-americano durante a década de 1990. Esta tendência foi intensamente debatida por economistas e dirigentes de bancos centrais para a definição da paridade "ideal" a ser adotada no lançamento do euro. De fato, o euro depreciou-se de forma considerável após seu *début* em 1999. Apesar de ser entendido como resultado do bom desempenho da economia americana frente a um dinamismo bem menor na Europa, este comportamento conduziu à ampliação do ceticismo sobre a moeda nova. As autoridades do ECB e da UE mantiveram a posição sobre a paridade do euro próxima ao dólar.

A convergência das taxas de juros, ao considerar como parâmetro a média dos países com inflação mais estável, poderia trazer alguma dificuldade de compreensão do conjunto de critérios, dado que os juros refletem também a cultura econômica dos países, a estrutura de seus sistemas financeiros e, em especial, a percepção dos mercados acerca da evolução da economia em questão. Com a liberalização dos fluxos financeiros, não apenas no interior da UE, mas também a intensificação destes fluxos no

mercado mundial, as economias estão cada vez mais sujeitas a movimentos especulativos. Os juros são uma forma de defesa contra a volatilidade de capitais. No entanto, um esforço de homogeneização seria necessário na fase preparatória da moeda única e, pode-se argumentar, a melhor defesa contra a especulação financeira é a observância de bons fundamentos macroeconômicos.

Ghymers (2001) apresenta com riqueza de informações a evolução dos esforços de coordenação no processo de unificação monetária europeu. Segundo ele, é pertinente uma análise sobre a qualidade da cooperação entre os países. Se, na primeira fase da UME, os maiores obstáculos ao sucesso da coordenação residiram na ausência de consenso quanto à avaliação das políticas macroeconômicas a serem implementadas e nas diferenças estruturais das economias nacionais, na etapa posterior foi possível tornar mais claras as metas de política econômica e aprofundar a cooperação, também a partir do intercâmbio de informações entre os países.

Ainda com respeito às falhas na coordenação, deve-se também lembrar que nos primeiros períodos de harmonização das políticas, os resultados e indicadores nacionais não foram publicamente divulgados, ficando seu acesso restrito a autoridades e a responsabilidade pelas políticas continuou exclusiva dos Estados membros.

Da experiência européia ao longo das primeiras fases da UME, o autor extrai algumas importantes lições, ou princípios, sobre a política de coordenação da UME. Em primeiro lugar, é fundamental haver concordância entre os países mais quanto ao conteúdo das políticas – e, diretamente, sobre o modelo econômico que serve de base a estas políticas, do que sobre os procedimentos para sua implantação. O segundo princípio, mais de ordem institucional, consiste em criar um ambiente de confiança entre as instituições colegiadas supranacionais e, partindo destas, para a opinião pública. Isto seria uma maneira de disseminar através dos mercados informações acerca da qualidade e dos resultados das políticas. Esta sinalização permitiria importantes ganhos de credibilidade aos governos nacionais e ao sistema integrado como um todo.³⁰ Ao contrário, a confidencialidade dos resultados econômicos nacionais e do aconselhamento feito aos países tendeu a "esconder" dos mercados reações desfavoráveis, postergando uma

³⁰ Em se tratando de uma união monetária, a credibilidade da moeda e a transparência são o instrumento mais eficiente de confiança sobre as paridades cambiais e a política de juros implementada.

reação que poderia ser mais direta. Este procedimento tende a procurar internalizar apenas os efeitos positivos da coordenação, o que é, de certa forma, artificial.

Deriva deste comportamento o terceiro princípio de coordenação apontado por Ghymers (2001) que seria o de imputar um poder excessivo às autoridades nacionais, permitindo que se transformem em árbitros de si mesmas. Isto possibilita a realização de acordos entre países que minimizam sanções e repreensões de uns sobre os outros, além de ser um fator de diminuição do poder da Comissão Europeia. Volta, então, o dilema do controle e de uma fiscalização mais transparente e, mais uma vez, aparece a questão do grau de autonomia e/ou independência das autoridades monetárias nacionais.

No final da fase II e durante a fase III da UME, notáveis progressos foram realizados no plano institucional da coordenação. O lançamento do já mencionado pacto de estabilidade e crescimento deu origem a outras resoluções apontando no sentido de unificação das decisões e da responsabilidade pela coordenação. O ECOFIN passou a ser o responsável pela política, em cooperação com o Banco Central Europeu e a própria Comissão.

A fase III com a introdução do euro, trás um interesse comum, que é a existência da moeda única. A condução da política econômica, à exceção da política monetária, continua nacional com monitoramento supranacional. No entanto, autonomia doméstica sobre a política fiscal, por exemplo, tem uma limitação intrínseca na própria existência do pacto de estabilidade e crescimento. O teto máximo para o déficit orçamentário de 3% do PIB induz a políticas bem específicas que resultem nesta meta, seja pelo lado dos gastos públicos, seja pelas disposições tributárias, seja pela política de determinação do produto nacional.

A existência de um arcabouço institucional completo e complexo em nível regional é, sem dúvida, uma arma bastante eficiente para o sucesso da convergência econômica entre os países. Há, porém, fatores e instrumentos políticos específicos de crucial importância para o sucesso da coordenação econômica. Estes traços poderiam ser agrupados no termo cultura e estrutura política. Cada membro da UE tinha (tem) um processo decisório particular cujo funcionamento pode facilitar ou obstruir a implementação das políticas comuns. Hallerberg e von Hagen (2001) realizaram um

interessante levantamento e análise das formas nacionais de governo dos distintos países da UE para compreender seu impacto sobre o desenho fiscal doméstico e, por conseguinte, sua repercussão sobre a eficiência da política econômica comum. Como ilustração do que este esforço de disciplina fiscal representou no caso europeu, é interessante registrar que muitos dos países da UE não tinham uma tradição de planejamento orçamentário plurianual até o início dos anos 1990.

Algumas características políticas gerais da unificação monetária européia

Na vasta discussão sobre os custos e benefícios de uma unificação monetária pode-se encontrar vários elementos pertinentes aos aspectos políticos nela envolvidos. Em um primeiro momento, as vantagens econômicas diretas são mais facilmente compreendidas e negociadas mas é preciso lembrar que a perspectiva da unificação monetária, como um projeto estratégico de longo alcance, esteve clara para alguns dirigentes políticos, cuja ação e convicção foram essenciais para o sucesso do projeto.

Levitt e Lord (2000) propõem o confronto da integração monetária com a criação e aprofundamento de um mercado único, mostrando argumentos facilitadores da adoção deste último:

"The single market programme commanded a relatively easy intergovernmental consensus; its ratification encountered little opposition from domestic publics and parliaments (with the exception of Denmark); and it rapidly caught the public imagination as a means of reviving the dynamic potential of European integration. In contrast the proposal of a single currency split the member states; it contributed to a 'ratification' crisis that called public acceptance of 'an even closer union' into question; and over the subsequent five years it struggled into existence through a mixture of sometimes messy political compromises and fiscal austerity measures which tested the public's preparedness to make sacrifices for the construction of a new European policy." ³¹

³¹ Levitt e Lord, 2000, p. 2-5. O programa de mercado único impõe um consenso intergovernamental relativamente fácil; sua ratificação deparou-se com pouca oposição do público e dos parlamentos nacionais (à exceção da Dinamarca); e rapidamente atingiu a imaginação popular como uma forma de revigorar o potencial dinâmico da integração européia. Pelo contrário, a proposta de uma moeda única dividiu os estados membros; foi um fator de aumento da 'crise da ratificação' que solicitou a aceitação pública para uma integração 'sempre mais próxima'; e durante os cinco anos subsequentes lutou por sua sobrevivência em meio a uma mistura de confusos compromissos políticos e medidas de austeridade fiscal testando o grau de preparação do público para aceitar sacrifícios em favor da construção de uma nova política européia.

Claramente, a unificação monetária envolve questões muito mais profundas: no âmbito econômico por seu significado sobre a atuação do setor público, sobre a perda relativa de soberania, entre inúmeros aspectos; na esfera da cultura, dada a importância da moeda como um dos símbolos de identidade nacional; no plano político, parte das mudanças é irreversível em um horizonte de preservação dos avanços da integração européia (*acquis communautaire*).

Com relação ao componente de definição do modo de atuação dos governos na política fiscal, o artigo de Hallerberg e von Hagen (2001) apresenta uma reflexão muito interessante. Os autores identificam dois modelos de governança que teriam distintas implicações na implementação da política fiscal: o de delegação (*delegation*), segundo o qual o ministro da fazenda teria poderes de decisão na alocação do orçamento e o de concertação (*commitment*) em que um grupo de agentes divide o poder decisório sobre as metas de gastos orçamentários.

A forma de elaboração do planejamento orçamentário ilustra as estruturas do sistema político de um país. Desde o tipo de órgão público responsável pelo planejamento fiscal, o modelo de previsão macroeconômica, o processo de tramitação e implementação da proposta orçamentária, as várias características políticas da administração pública ficam explicitadas. E as diferenças marcantes que existem entre os países europeus ficam evidenciadas pelas imposições macroeconômicas contidas nos critérios da moeda única. Isto não deve significar que os países sejam levados a adotar procedimentos similares mas sim que os eventuais conflitos políticos e dificuldades de manter os critérios do pacto de estabilidade e crescimento, por exemplo, devem tomar colorações bastante distintas de um país para o outro. Fica então, uma pergunta a ser aprofundada ao longo deste trabalho sobre a direção do processo de integração: se a rota mais direta é uma maior integração política, como seria feita e quais seriam os impactos econômicos e sobre a manutenção do sistema monetário único?

II. A ECONOMIA POLÍTICA DA UNIFICAÇÃO MONETÁRIA: INSTRUMENTOS E INTERESSES

O esforço de unificação monetária exige a edificação de consensos políticos e de legitimidade dos governos que se propõem a empreendê-lo. No caso europeu, os requisitos iniciais foram sendo conquistados ao longo de décadas de avanço na integração e em um cenário histórico determinado. A pergunta é: o que determina a decisão de um país de aderir a certo arranjo monetário internacional? Acima de tudo, a resposta a isto deve ser buscada na situação política e econômica da região que decide unir-se. Em seguida é necessário escolher um modelo institucional que sirva de base para a negociação entre os membros e o estabelecimento de um novo padrão econômico supranacional.

Firmado um acordo entre os países para a realização do arranjo monetário, motivações políticas e interesses diversos darão a tônica de seu comportamento durante as negociações.

Outra fase bastante delicada e indispensável é a da definição e criação de uma autoridade monetária capaz de cumprir todos os deveres tradicionais tornados mais complexos por serem supranacionais e deverem incorporar as especificidades dos sócios nacionais e ainda de erigir credibilidade para a nova moeda e garantir a sobrevivência do sistema.

Os documentos das instituições oficiais européias sublinham sempre o caráter colegiado e o êxito das negociações. Embora os resultados concretos confirmem grande parte deste sucesso, é imprescindível retomar os traços mais marcantes do estabelecimento da união monetária, com o objetivo de identificar neles aspectos universais ou que possam ser replicados.

Este capítulo procura apresentar a estrutura política do processo monetário europeu. Para tanto, parte da estrutura institucional de coordenação, apresenta logo após um quadro político da região e a discussão acerca das decisões individuais dos membros com respeito à adesão ao projeto monetário. Um terceiro item trata da constituição da autoridade monetária, o modelo escolhido, suas atribuições e eventuais dificuldades no

design da política monetária comum. Algumas observações sobre o conjunto do processo político institucional da unificação monetária são feitas a seguir.

1. Coordenação supranacional da política econômica

A criação do SME no final dos anos 1970 marca a transição para um sistema de regras acordadas entre os países da União Européia. Pelos próprios objetivos definidores da união monetária, a estabilidade cambial esteve no centro das metas a serem atingidas,. Com esta finalidade, caminhou-se para a elaboração de um sistema colegiado de decisões de todas as medidas, dado que, apesar de mantida a autonomia de determinação da política econômica nacional, a partir do início da cooperação macroeconômica, qualquer ação que pudesse ter impacto sobre o arranjo cambial passou a ser relevante para todos os sócios. Nesta estrutura de negociação e conciliação estão diretamente envolvidos os bancos centrais nacionais, como também os ministérios de finanças.

Como parte do esforço de coordenação, o banco central alemão recebeu endosso como a principal referência e o ator central na coordenação macroeconômica. Do ponto de vista político, este fato é de importância central posto que o marco figurou como a âncora do sistema e a disciplina e métodos alemães serviram de modelo e, de certa forma, de árbitro no processo político de negociações.

A coordenação macroeconômica européia é baseada na obtenção de consenso. Sabendo que o consenso é o resultado de diversos procedimentos de negociação e conciliação, interessa entender os mecanismos através dos quais se chegou às regras de funcionamento da UME e às formas de controle e acompanhamento que vigoram na união monetária.

De acordo com documentos da Comissão Européia, o conceito de coordenação utilizado pelo bloco é um conjunto bastante amplo de regras e procedimentos abrangendo desde informações sobre o desempenho das economias nacionais, como estabelecimento de objetivos comuns, o diálogo político, acordos formais e instrumentos de ação econômica. O esforço de coordenação deve ter em conta os impactos das ações conjuntas nas esferas nacionais. Uma vez realizada a unificação monetária, a

estabilidade de preços e a taxa de câmbio passariam a ser consideradas bens comunitários e por isso transformaram-se em motivos para a prevenção de políticas domésticas que viessem perturbar o status atingido. A coordenação deveria, por si, ser um estímulo aos países para que se mantivessem dentro dos limites estabelecidos pela e para a União.

A política monetária é responsabilidade de uma única autoridade monetária, supranacional e independente, o Banco Central Europeu (BCE). Políticas estruturais locais, a atividade fiscal e orçamentária permanecem responsabilidade dos Estados membros. Desta forma, um mecanismo de coordenação e controle permanente foi definido de maneira a possibilitar um bom funcionamento do sistema como um todo.

Desde o início, entendeu-se que as reformas domésticas e o aperfeiçoamento das instituições nacionais, além de serem um importante fator estabilizador para a União, beneficiam diretamente os países membros que os implementaram.

Ghymsers (2001) identifica já desde a fase II³² da integração monetária dois princípios fundamentais da coordenação: 1) a existência de um consenso acerca do modelo econômico a ser adotado, cuja orientação para o mercado é evidente; e 2) a importância da estrutura institucional que buscou estabelecer uma cultura colegiada nas instâncias decisivas e entre os membros, com o intuito de conferir confiança entre as partes e de garantir através destas instituições a difusão de sinalizações aos mercados e credibilidade a todo o processo e procedimentos.

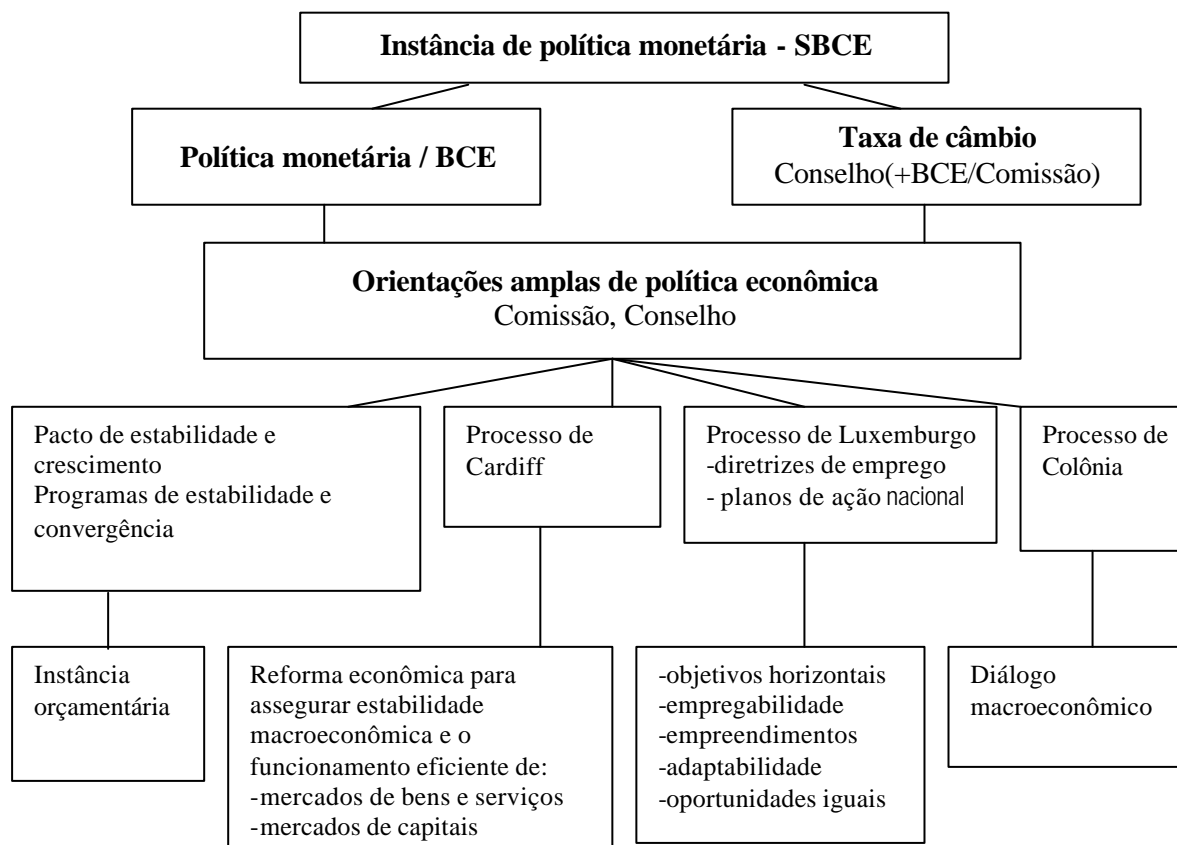
Na discussão institucional europeia aparece de forma reiterada o princípio da subsidiaridade, que consiste, apresentando de forma simplificada, na determinação de competências aos distintos níveis de governo, dentro de cada país e no seio das instituições supranacionais. Isto significa que as responsabilidades são divididas, ao mesmo tempo em que se procura uma coordenação e complementaridade nas ações públicas.

³² A segunda etapa da integração monetária que durou entre 1994 e 1998, já com o estabelecimento do Instituto Monetário Europeu.

No âmbito das instituições europeias, a partir de primórdios dos anos 1990, uma série de procedimentos de coordenação foi posta em prática. Cada uma das entidades envolvidas no processo de acompanhamento da união monetária foi originada através de deliberação entre os Estados membros.

As orientações amplas de política econômica (Broad Economic Policy Guidelines-BEPGs) passaram a ser adotadas pelo Conselho Europeu desde 1993 e seu objetivo foi apresentar recomendações gerais de políticas aos parceiros e possibilitar que seja feito um acompanhamento posterior. Não se tratava neste nível de estabelecer um programa de metas coercitivo mas sim de criar um conjunto de medidas mais amplas, cuja aplicação e sucesso não sujeitariam os países membros a controle e sanções mas serviria de referência para pressões entre os pares, sob a forma de supervisão multilateral. O quadro abaixo mostra as BEPGs como o elemento central no procedimento de coordenação, estando, naturalmente, vinculado às diretrizes do BCE e do Conselho da União Europeia.

Quadro 2.1. Coordenação de política econômica (incluindo diálogo com BCE)



Fonte: European Commission (2002: 6)

Seguindo estas diretrizes amplas, vêm os tratados ou procedimentos acordados entre os países: o pacto de estabilidade e crescimento, que trata da política orçamentária dos países membros; o Processo de Cardiff, cujo objeto são as reformas econômicas dos mercados de capital e produtos; o Processo de Luxemburgo, referente aos mercados de trabalho; o Processo de Colônia, voltado ao acompanhamento supranacional de uma política macroeconômica que vincule as políticas salariais aos objetivos de crescimento do produto e do emprego sem ameaças inflacionárias.

No âmbito da questão monetária foi primordial a montagem de uma estrutura institucional de diálogo e negociação entre as autoridades monetárias nacionais. No decorrer do processo de preparação para a moeda única e após sua criação, os bancos centrais nacionais mantiveram uma parte substancial do poder decisório sobre a política monetária, como membros integrantes do Eurosistema, o que será visto com mais detalhes abaixo.

O procedimento de coordenação em seu conjunto segue um calendário anual bem determinado para a elaboração de propostas pela Comissão e Conselho, sua discussão e implementação pelos Estados membros e posterior avaliação, seguida de recomendações dos órgãos supranacionais. Não interessa aqui, esmiuçar toda a estrutura de planejamento e acompanhamento da política econômica. Cabe salientar, no entanto, o caráter colegiado das políticas com a finalidade de discutir a lógica política da adesão dos Estados membros a esta estrutura coordenativa. Cooperação ou coerção? Como se integraram estes procedimentos nas diferentes culturas políticas nacionais e quais foram os efeitos de sua adoção? Estas são as questões verdadeiramente relevantes quando se tem em mente que todo processo de integração depende, acima de tudo, de vontade política e legitimidade.

2. Quadro político-institucional

O quadro em que se deu a negociação entre os países para a implantação da unificação monetária na União Européia, além das características históricas específicas de que tratou o capítulo anterior, definiu-se por um vasto repertório de acordos entre as nações através do qual é possível identificar padrões de cooperação e de barganha política. Como em outras situações de harmonização internacional ou de criação de pactos

supranacionais, os diferentes pesos econômicos relativos dos países e sua própria cultura política levaram a resultados precisamente definidos.

Existem várias interpretações e possibilidades de leitura do processo de negociação e de decisão segundo distintos enfoques políticos. Foge aos propósitos deste trabalho fazer um estudo detalhado da política de negociação de cada uma das etapas pertinentes ao processo de integração monetária na UE. Entretanto, a adesão e participação dos Estados nacionais deve ser compreendida a partir de seus posicionamentos relativos e das principais questões envolvendo as etapas da barganha entre nações.

A experiência europeia é única até agora e não deve ser considerada como um parâmetro universal de forma indiscriminada. Sabe-se, desde o princípio, que a negociação envolve partes com diferenças estruturais importantes em muitos aspectos: tamanho das economias envolvidas; estágio da estabilidade macroeconômica no início das atividades de coordenação; culturas políticas e estruturas institucionais de decisão bastante diversificadas. Todos estes fatores terão influência nos rumos e no estilo de concertação adotados.

Distribuição dos grupos de países segundo a estabilidade monetária

Kaelberer (2001) estuda o caso europeu de negociação da unidade monetária com especial ênfase no que chamou de um conflito entre os países de moeda fraca e os países com moeda forte. Sabendo que a cooperação monetária envolve, acima de tudo, uma negociação sobre a distribuição dos custos econômicos e políticos da implementação das medidas necessárias à unificação, os resultados destes acordos vão traçar o painel divisório dos custos de ajustamento.

Os critérios utilizados por Kaelberer (2001) para a determinação do posicionamento de um país-membro entre os com moeda forte ou fraca foram os diretamente vinculados ao valor das moedas nacionais: situação do balanço de pagamentos, variação da taxa cambial com relação à moeda de referência (o marco alemão) e nível de inflação. Dentre estes critérios, destaca-se o menor nível de inflação, considerado um indicador de maior estabilidade do sistema financeiro nacional e, em princípio, um elemento facilitador do ajuste das contas externas. Ademais de ser o padrão de referência de todo

o processo de harmonização econômica, a Alemanha desempenhou um papel de liderança incontestável, não apenas pelo exemplo de disciplina monetária mas também por participar diretamente no centro de cada uma das etapas.

Segundo Kaelberer (2001), é possível identificar uma constância ao longo do processo de elaboração das regras para a unificação, marcada especialmente pelo confronto entre os países mais ou menos próximos dos objetivos de estabilidade. Este confronto é, de partida, marcado pela desigualdade entre os dois grupos de países, uma vez que aqueles cujas moedas são tidas como fracas têm maior estímulo a cooperar na definição das regras de convergência por seu exíguo poder de ameaçar de saída do acordo junto aos países mais estáveis. A classificação dos países proposta pelo autor é interessante e merece ser retomada para discussão. A intenção é fazer um painel dos vinte anos que antecederam a definição das regras do Tratado de Maastricht, para ver as discrepâncias mais marcantes entre os doze países (Luxemburgo usava como moeda o franco belga).

Tabela 2.1. Países a moeda forte e fraca na União Européia

	Depreciação frente ao marco alemão 1972-1992	Diferencial acumulado de inflação frente ao marco alemão 1972-1992 (Preços ao consumidor)	Saldos em transações correntes acumulados 1972-1992 (em bilhões de US\$)
Alemanha	--	--	248,3
Países Baixos	11,5	18,9	83,5
Bélgica	47,6	42,0	21,6
Dinamarca	78,4	77,4	-24,1
França	114,6	80,8	-41,9
Irlanda	186,8	133,9	-12,9
Reino Unido	209,7	124,9	-106,7
Espanha	254,5	169,0	-88,9
Itália	406,3	167,2	-103,5
Portugal	965,4	289,9	-14,5
Grécia	1329,2	288,3	-34,4

Fonte: Kaelberer (2001: 19)

Este é um quadro estático com posições acumuladas em duas décadas, que não ilustra, portanto, as diferentes fases e transformações vividas pelos países.³³ A principal característica escolhida para classificar o poder de uma moeda nacional foi o índice de

³³ Por se tratar de uma observação estática incorporando dados até 1992, é fundamental lembrar que os números não permitem observar ainda a totalidade dos impactos econômicos da reunificação alemã.

inflação. Vê-se por este critério que os países mais fortes são Alemanha, Países Baixos, Bélgica e Dinamarca e que grandes economias como a França, o Reino Unido e a Itália estão no grupo de moeda fraca o que, em princípio, deveria significar seu menor poder de negociação sobre as cláusulas de ajustamento,³⁴ bem como um menor grau de liberdade na condução de sua política econômica. Apesar destes países terem se submetido a medidas de ajustamento, isto não pode ser interpretado como um enfraquecimento de seu peso político dentro do bloco europeu.

Com relação ao ajuste externo, os países com moedas fracas apresentam maior exposição aos choques externos e têm a clara limitação de seu nível de reservas em divisas e/ou do recurso ao financiamento internacional para fechar o balanço de pagamentos. Desta maneira, os países teriam seu peso nas negociações políticas das cláusulas econômicas vinculados à estabilidade e credibilidade de sua moeda.

Outro fator relevante na distribuição de importâncias entre os membros da UE é o tamanho da economia. O parâmetro de comparação histórico imediato seria a reformulação da estrutura monetária mundial após a Segunda Guerra, fixado pelos acordos de Bretton Woods. Entretanto, a hegemonia norte-americana consolidada naquele momento e derivada da importância econômica do país ao final do conflito não tem paralelo no caso europeu. Embora a Alemanha Federal tenha sido desde os anos 1950 a maior e mais dinâmica economia do continente europeu, os termos de sua dominância no processo de unificação econômica e monetária foram distintos. A nítida assimetria de poder dos Estados Unidos com relação a todos os demais países do sistema de Bretton Woods, reflete além dos fatores citados acima, uma situação bastante particular na geopolítica mundial. Pelo tamanho, a economia alemã poderia ser comparada à francesa e à britânica. Adicionalmente, o país teve a seu favor a estabilidade macroeconômica. A despeito das regras de cooperação e de consenso nas negociações, a distribuição do poder "na prática" entre os membros da UE não se fez de acordo com critérios imutáveis. A França, por exemplo, não traduziu sua importância política em termos de poder no processo de negociações.

³⁴ O tamanho das economias e o fato de um país ter sido sócio fundador da Comunidade Européia também podem ser considerados "ativos" políticos.

Para os países europeus, a cooperação monetária teve um significado de ganho de credibilidade fundamental na rota de seu posicionamento internacional e também serviu como um elemento disciplinador importante na consolidação da legitimidade política interna para a implementação de medidas mais severas de ajuste e, portanto, mais impopulares. Evidentemente, há uma relação direta entre a legitimidade e efetividade das políticas macroeconômicas, a capacidade política de um governo nacional de sustenta-las e a estabilidade da taxa de câmbio. Se em uma área de integração monetária, as políticas nacionais divergem (ou não convergem) em seus objetivos e medidas, é natural que a manutenção da paridade entre as moedas seja muito mais difícil de manter.

A formação de uma área monetária envolve regras de ajuste em seu interior que limitam o alcance das políticas de ajuste domésticas. Além disso, os membros do bloco perdem parte da autonomia no que se refere a negociações de ajuste externo e financiamentos, uma vez que a situação de seus balanços de pagamentos terá impacto sobre os demais países. De acordo com Kaelberer (2001:46), "até certo ponto, uma união monetária representa uma forma última de financiamento" através da qual questões relativas ao balanço de pagamentos deixam de ser problemas nacionais. No entanto, embora a vinculação entre os membros dentro da área monetária seja cada vez mais estreita, não se pode esquecer que a responsabilidade pela política fiscal e outras decisões de política econômica permanecem sob a batuta dos Estados nacionais.

Em toda esta estrutura, é preciso entender o papel desempenhado pela Alemanha, como padrão do ponto de vista da estabilidade econômica e do rigor da política monetária.³⁵ A posição de protagonista não significou uma dominância absoluta sobre as decisões de política de coordenação, no sentido de que pudesse afetar ou influenciar diretamente a determinação de termos de políticas de seus sócios na UE, apesar de seu voto ter sempre tido um peso decisivo nas negociações.³⁶ A Alemanha, como mencionado acima, com o suporte do exemplo de atuação de seu banco central transformou-se em um parâmetro para os sócios. A Alemanha não foi um ator absolutamente hegemônico no processo de

³⁵ Para os políticos alemães, a UME foi acolhida como uma meta antes mesmo de qualquer esforço de expansão econômica requerido pela reunificação Leste-Oeste.

³⁶ Em decisões tomadas por consenso, um sócio individual pode ter muita importância, sobretudo quando este indivíduo possui uma posição política relativa que lhe permite expressar suas visões e interesses confortavelmente na mesa de negociações.

estabilização ao fixar as regras de funcionamento dos mercados, de definir os parâmetros comuns de política, de responsabilizar-se pela garantia de liquidez entre os membros da União, e de gerenciamento do sistema de paridades cambiais. Entretanto, o país logrou influenciar de forma decisiva as diretrizes acordadas em cada uma das etapas da unificação monetária, embora essa dominância tenha sido exercida de forma não diretamente impositiva, até mesmo pela estrutura colegiada do processo decisório na UE.

O elemento denominado de maneira geral como "vontade política" ou a convergência de interesses entre os membros de um grupo econômico é o mais forte pilar para o avanço das negociações. Está presente na literatura o argumento de que os critérios de convergência econômica refletem, antes de tudo, necessidades políticas das partes em negociação.³⁷ Assim sendo, o fundamental no processo europeu seria mensurar e compreender os custos nacionais de ajustamento, especialmente no que se refere aos efeitos redistributivos das políticas implementadas.

Reconhecer as grandes diferenças entre os parceiros e a Alemanha leva a considerar o processo político da negociação monetária como um arranjo entre partes desiguais e, por isso, um tipo especial de cooperação ou de negociação com objetivos cooperativos, ou, ainda, uma negociação assimétrica.

Refletindo à luz da teoria dos jogos

As idéias de cooperação e barganha remetem a categorias que compõem a teoria dos jogos. A consciência dos custos e ganhos de participar da união monetária possibilita uma avaliação de resultados por parte dos jogadores que seriam os países envolvidos no esforço de coordenação de políticas. Existem várias contribuições na literatura que desenvolvem esta abordagem. Embora possível, ela deve ser utilizada com cautela. A diversidade no comportamento dos jogadores dificilmente levaria a resultados repetidos e/ou previsíveis ao longo do tempo.

³⁷ Mais uma vez o exemplo da reunificação alemã é pertinente pois o interesse em seu sucesso acabou por dispensar um programa rígido de convergência como o realizado a partir de Maastricht.

Uma proposta simplificadora seria a de considerar como o "grande jogo" a decisão sobre aderir ou não à união monetária. A existência de uma união monetária depende de reunir um número suficiente de países para realizar os ganhos derivados da integração. A disposição de cada membro para cooperar depende de sua percepção destes ganhos.

Ghymsers (2001) propõe entender a coordenação européia como um caso ilustrativo do dilema dos prisioneiros³⁸ em que a superação do estímulo dos jogadores a não cooperar seria conseguida através do desenvolvimento de uma cultura de colaboração e planejamento comum entre os países. A confiança mútua seria consolidada para a obtenção do consenso e da criação de uma vigilância permanente, de maneira a que estes países, com os ganhos de credibilidade de seus políticos nacionais ao manter as regras da coordenação, fossem levados a permanecer no pacto e ativos nas negociações.

Uma questão relevante – e que permite uma melhor compreensão desta proposta de análise, é que, em princípio, as funções objetivo dos demais sócios são desconhecidas dos jogadores. Cada qual avalia o custo político doméstico da implementação das políticas de ajustamento frente aos ganhos derivados delas.

No entanto, o arcabouço teórico do dilema dos prisioneiros não permite incorporar todas as especificidades da integração monetária européia, já que os jogadores estão sempre em contato entre si e em condições de negociar, a decisão de cooperação deve ser dividida em vários sub-jogos, na medida em que são várias as etapas da negociação. O estímulo a não cooperar, quando presente, pode ser entendido como resultado da dificuldade de avaliação mais concreta dos benefícios trazidos pela unificação monetária e, portanto, da incerteza envolvida na decisão de participar de governança macroeconômica supra-nacional ou ainda uma decisão política doméstica cujo *payoff* fosse superior.

Analisando do ponto de partida do sistema monetário internacional, especialmente após a Segunda Guerra, percebem-se os problemas originados pela falta de cooperação entre as nações. A assimetria resultante da hegemonia norte-americana levava os outros países automaticamente a cooperar ("coordenação espontânea"). Mas a coordenação,

³⁸ Um jogo em que a estratégia dominante, dado que não se conhece a escolha do outro jogador, é não cooperar.

per se, não é uma garantia de que o sistema vá funcionar pois qualquer atuação nefasta do líder puxaria os outros sócios a abandonar a atitude cooperativa.

A solução do dilema através da mudança do ambiente institucional de forma a criar um estímulo dos jogadores para a cooperação conduziria à saída de um equilíbrio ruim para uma outra situação em que os ganhos são superiores para todos.

A coordenação é, em princípio, um meio de garantir a autonomia das nações dentro de um processo decisório unificado. Ou seja, diretrizes comuns de política econômica ou reformas estruturais são mais eficientes e têm menor custo político quando definidas em um processo de negociação que conduza a um consenso e leve à convergência de interesses regionais e supranacionais.

Visto de outra maneira, o problema pode se resumir à aceitação pela sociedade de um conjunto de regras comuns, com base na avaliação dos benefícios trazidos por estas regras. O processo político de construção destes consensos é bastante complexo por ter de incorporar as distintas culturas e práticas nacionais. No caso específico da moeda, bem além dos custos da unificação, entra "em jogo" o custo não apenas simbólico de seu abandono como um ícone de identidade nacional, como marca de soberania.

Não havendo coordenação política, os países poderão dificilmente antecipar as ações dos outros grandes jogadores e portanto atuar de forma a aumentar seus benefícios. A cooperação conduziria sem dúvida a melhores resultados.

Pode-se pensar na análise de um jogo com duas fases, sendo a primeira um jogo composto pelas negociações que conduzirão a um conjunto de diretrizes compondo a proposta de tratado da unificação monetária aceitável por todos os países membros e a segunda fase, um jogo no qual se negocia a ratificação que consiste em garantir que os respectivos parlamentos nacionais e as sociedades aceitem as regras e legitimem os tratados.

Qualquer que seja o instrumental analítico usado para compreender as fases da negociação política da unificação monetária, sabe-se desde o princípio que os sócios de um projeto regional, ao aderirem a este projeto já fazem uma escolha. Interessa

conhecer as condições que os levaram a esta escolha. O comportamento individual de cada candidato a membro de uma união monetária é determinado, acima de tudo, pela estrutura das relações econômicas do país com o resto do mundo, em especial pelas restrições que lhe são impostas como mobilidade de capital, autonomia da política monetária e regime cambial.³⁹

O conjunto destas variáveis somado aos interesses políticos indissociáveis de suas decisões torna delicada a tarefa de elaborar a estrutura de um jogo capaz de contemplar todos os elementos envolvidos e de permitir a sistematização dos lances dos jogadores em padrões fixos e/ou replicáveis. Ademais, a diversidade dos elementos envolvidos na negociação fazem com que seja difícil definir ou tentar quantificar supostos *payoffs* atribuídos aos jogadores.

Outra possibilidade de análise seria tomar separadamente cada uma das diferentes etapas da negociação e observar o comportamento dos países como jogadores naquele contexto determinado, frente a uma questão específica. Exercício semelhante foi realizado por Paunovic (2001) ao estudar o comportamento de países membros de um grupo em processo de unificação monetária frente à questão de manter a paridade da moeda usando as reservas internacionais ou desvalorizar.

A lógica nacional da participação na união monetária

A literatura sobre a escolha de regimes monetários aponta para o fato de que não há uma solução única para o dilema monetário que garanta bons resultados econômicos e que seja politicamente sustentável. Mais do que isto, a opção por um regime monetário envolve tanto considerações políticas quanto econômicas e a chave da sustentação deste regime monetário está na capacidade do governo de identificar e negociar os ganhos e perdas vinculados a uma ou outra escolha monetária junto à sociedade. Assim, a decisão de aderir a um projeto de unificação monetária é composta de um conjunto de decisões vinculadas aos termos da construção deste regime monetário.

³⁹ Até este ponto, aspectos relacionados com o comércio internacional foram pouco mencionados no trabalho, por se tratar da UE, cuja importância inicialmente dos fluxos de comércio intra-regionais foi a base do processo de integração.

Considerando que o regime monetário se compõe de escolhas quanto à autonomia sobre a política monetária, a estabilidade da taxa de câmbio e o grau desejado de abertura aos movimentos de capital, tem-se um quadro geral sobre a complexidade da decisão nacional no que se refere a participar de um acordo monetário entre países. Falta definir o posicionamento em relação à capacidade e aos interesses vinculados à manutenção da autonomia sobre a política monetária interna de um governo nacional.

Durante o longo processo de convergência nos países europeus, a obtenção de consensos políticos na esfera nacional nem sempre foi uma realização evidente. Mesmo havendo concordância quanto à integração em uma zona monetária única, os procedimentos intermediários de aceitação doméstica das medidas de convergência macroeconômica estiveram sujeitos à negociação política pelas distintas coalizões de governos dos países membros.

Sob o ângulo do que se poderia chamar de "politização" do processo de integração europeu, é possível considerar, seguindo Levitt e Lord (2000), que a união monetária teve uma contribuição bem mais acentuada do que a etapa inicial de montagem de um mercado comum para o avanço da discussão política no seio da UE. O aprofundamento da discussão política no bloco está vinculado também ao fortalecimento das instituições européias, sendo difícil determinar uma relação unilateral de causalidade entre os dois processos. A obtenção de acordos políticos nos planos nacionais dependeu de uma ampliação da discussão pública nos países acerca tanto dos objetivos, como das características e funções das instituições européias que apoiariam o processo de convergência econômica e de criação da moeda única.

A negociação política foi impulsionada pelo interesse dos países membros que exerceram liderança na UE e também dependeu de um ganho de credibilidade dos mercados mundiais. O avanço da união monetária foi impulsionado por componentes econômicos e políticos que não podem ser estudados isoladamente.

Cada país conduziu a política de convergência de forma distinta e segundo suas características próprias e composição de forças políticas internas. O processo de adaptação à união monetária marcou uma mudança nas dinâmicas políticas domésticas, sobretudo no que tange à participação e envolvimento das sociedades com os temas

europeus propriamente, até então menos presentes no debate público. Esta "virada" foi observada particularmente a partir da entrada em vigor do Tratado de Maastricht em 1992 e das crises cambiais em 1992 e 1993,⁴⁰ momentos decisivos para o desenvolvimento do sistema cambial vigente.

Em alguns casos, a política de convergência macroeconômica se sobrepôs a questões internas nos países membros. Seguindo as considerações econômicas, a participação de um país em uma área monetária estaria sujeita ao cumprimento dos requisitos definidos como base para esta área monetária. O dilema entre privilegiar critérios políticos ou econômicos para a entrada e o aprofundamento da Unificação Monetária Européia apareceu já nos primórdios da década de 1990. Os países poderiam desejar fazer parte da zona monetária sem entretanto conseguir atingir os objetivos de convergência. Seguindo os acordos, a exclusão destes países poderia representar dificuldades na condução de demais políticas na UE. De uma provável divisão entre os países aptos a atender aos critérios de entrada e os outros, os "pequenos países" não qualificados, poderia emergir uma dinâmica perversa capaz de comprometer o processo de integração europeu como um todo, os eventuais "excluídos" podendo criar obstáculos para decisões em outras esferas.

Do ponto de vista político, a formação de uma zona monetária pequena ou menor do que o previsto na fase preparatória poderia ser interpretada como um retrocesso em relação aos movimentos de ampliação da UE reforçados desde a segunda metade da década de 1980. Além disso, o fato de um país fundador do bloco como a Itália não participar da zona monetária (em decorrência do ataque contra a lira em 1992) seria um problema considerável para a União.

O perigo de perda de credibilidade política, tanto no nível doméstico, como da proposta monetária, explicitado pelo fracasso em atingir as metas de convergência representaria uma dificuldade adicional, podendo sinalizar falhas na governabilidade e na eficiência dos governos nacionais.

⁴⁰ As crises cambiais que afetaram algumas moedas européias em 1992 e 1993 foram uma prova bastante dura para o SME. Ao mesmo tempo, a superação destas crises comprovou a importância política para o bloco de manter a rota de unificação monetária.

De forma simplificada, identificam-se três posicionamentos alternativos: um país conseguir cumprir as metas de convergência e optar pela adesão à zona monetária; um país, apesar da vontade política nacional, ser incapaz de enquadrar-se nos critérios e portanto ter seu ingresso questionado ou vetado; e, a opção concreta de países de não participarem da área monetária, independentemente de sua capacidade de cumprir ou não os critérios de convergência. Neste último grupo encontram-se o Reino Unido, a Dinamarca e a Suécia.

Os dois países escandinavos demonstraram por meio de referendos no princípio dos anos 1990 uma divisão importante na opinião pública quanto ao aprofundamento da integração europeia. Os governos nacionais naquele momento preferiram evitar a introdução de pressões adicionais no cenário político doméstico. A Dinamarca optou formalmente por não participar da fase III do Sistema Monetário Europeu (SME). O país, assim como o Reino Unido, negociou um protocolo que lhe dava o direito de notificar posteriormente sua adesão à fase final da unificação monetária, mas decidiu manter-se de acordo com o plebiscito e não aderir à moeda única.

A recusa na Suécia foi menos intensamente discutida mas, de forma geral, ambos países escolheram esperar a introdução efetiva da moeda única para determinar sua posição pelo voto popular.

Como mencionado acima, o Reino Unido negociou uma opção de entrada na última fase com o direito de alterar sua posição a qualquer momento durante a fase III. Na hipótese de não participação, o país ficaria fora das decisões do conselho diretor do BCE, bem como dispensado de implementar as políticas definidas pelo SEBC e, portanto isento das sanções por não cumprimento das diretrizes.

O caso britânico desperta muito interesse pela multiplicidade de fatores que envolve. O Reino Unido tinha aderido ao SME em 1990, com a libra esterlina valorizada frente ao marco alemão, justamente quando sua economia entrava em um processo de recessão e precisamente quando a Alemanha iniciou a reunificação, e portanto passou a precisar de uma taxa de juros elevada para combater os efeitos inflacionários dos gastos da unificação. O Reino Unido, por sua vez, deveria praticar uma queda nos juros para contrabalançar a depressão em seu mercado imobiliário. Em 1992 os mercados

financeiros diagnosticaram a insustentabilidade da política britânica e houve uma corrida contra a libra levando à saída do país da SME. O Reino Unido, ao recuperar a condução de sua política monetária, pode reconduzir a economia para a retomada. Passados dez anos desta crise, analistas avaliam que a experiência britânica com o SME se fez no momento errado e com uma paridade da moeda equivocada.

Além do contexto econômico desfavorável, pesaram fatores políticos sobre a decisão do Reino Unido. Por incômoda que fosse a posição não participar naquele momento do novo arranjo monetário, o país esteve presente nas discussões européias mas terminou optando por ocupar-se preferencialmente da transição política interna em 1997.⁴¹ O argumento econômico tradicional para a não participação é a diferença nos ciclos de negócios em relação à economia européia continental que tornaria inviável a adaptação a uma política monetária conjunta orquestrada pelo BCE.

Politicamente persiste na sociedade um certo grau de desconfiança quanto à posição britânica na UE. E a reação franco-germânica foi sempre na direção da defesa de uma união monetária que envolvesse todos os membros da UE.

Na prática, todos os países, mesmo aqueles com a não-adesão à moeda única definida, mantiveram uma disciplina de política econômica bastante próxima do conjunto da UE, o que, além de lhes conferir estabilidade, facilitaria uma decisão tardia de juntar-se à união monetária.

No final da década de 1990, os onze países (a Grécia ainda não havia cumprido os requisitos de convergência) estavam prontos para iniciar a fase III pelos critérios econômicos e compor a zona monetária.

Embora os critérios econômicos fossem e devessem ser cruciais, deve-se salientar mais uma vez o peso do componente político. Teria difícil aceitação política o fato de deixar de fora membros da UE para os quais a filiação à zona do euro tinha e tem um fundamental significado interno e internacional. Da mesma forma, o caminho para a entrada do Reino Unido em especial, da Suécia e da Dinamarca não deverá apresentar

⁴¹ O Partido Conservador britânico, apesar de sua preferência em aderir já na fase II da unificação monetária, não defendeu esta opção na campanha eleitoral de 1997 por estar dividido e com dificuldades de manter a maioria no parlamento.

muitos obstáculos. Isto porque estas adesões representam um grande fortalecimento político para a UE e a fusão da libra esterlina ao euro traria ainda maior credibilidade à moeda nos mercados internacionais.

Hoje o quadro entre os países europeus é bem distinto do que há dez anos. O Reino Unido tem um banco central independente e está menos vulnerável aos movimentos das taxas de juros no continente. Com a recente desaceleração de sua economia, a Alemanha vem perdendo parte de seu poder hegemônico sobre o bloco, à medida que aumenta também a importância relativa dos países menores. Os custos nacionais que pesavam sobre os países durante a fase do SME de alinhar-se à política do *Bundesbank* agora já não existem tendo em conta uma atuação mais ampla do BCE, atendendo às necessidades da média dos países membros.

3. Definição do papel da autoridade monetária

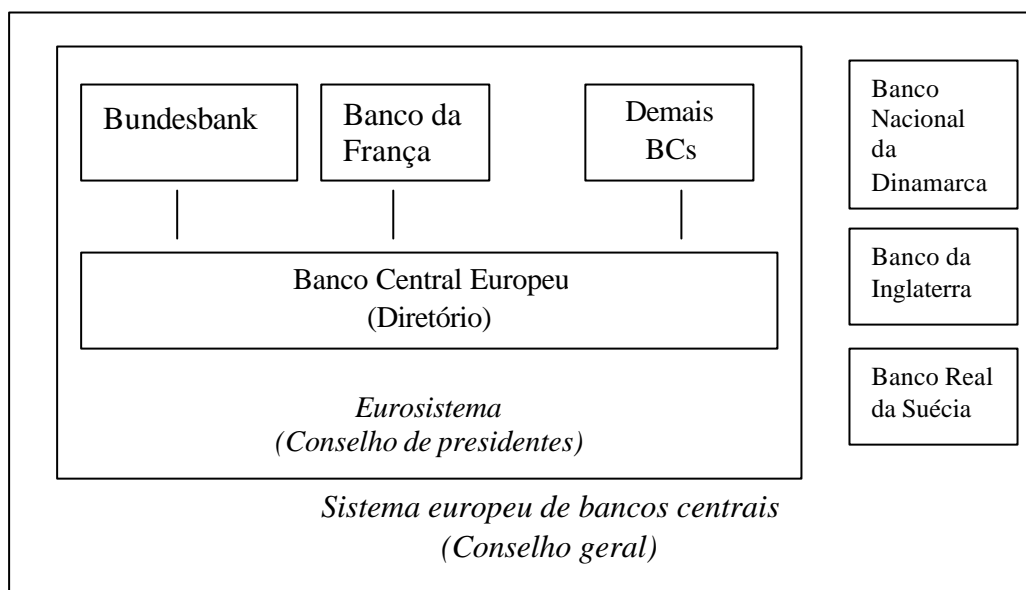
Formatação institucional das autoridades monetárias na UE

Um dos principais fatores de sustentação do Tratado de Maastricht foi a criação de um banco central europeu independente. Desde o começo da fase III da unificação o sistema europeu de bancos centrais (SEBC), composto pelos presidentes dos bancos centrais nacionais e pelo BCE, deveria atuar tendo como meta central a estabilidade de preços, através de tarefas bem determinadas: definir e implementar a política monetária da UE; conduzir as operações com moedas estrangeiras; manter e administrar as reservas internacionais oficiais de todos os estados membros; promover as operações dos sistemas de pagamentos.

O conselho executivo do BCE é composto por um presidente, um vice-presidente e mais quatro membros designados por sua experiência, competência e respeitabilidade em assuntos monetários e bancários. O mandato dos membros do conselho é de oito anos, de forma a evitar coincidências com transições políticas nos Estados membros da união monetária europeia e a sobrepor-se à duração destes mandatos. Este requisito é um dos elementos que visa a garantia da independência política do BCE.

Os bancos centrais dos países da zona do euro participam da escolha das políticas elaboradas pelo BCE pela avaliação das linhas propostas pelos executivos do banco, assim como os bancos centrais dos países que não aderiram à moeda única estão incluídos no sistema europeu de decisões das autoridades monetárias, como descreve o esquema abaixo.

Quadro 2.2. O sistema europeu de bancos centrais e seus órgãos decisórios



Fonte: Bénassy-Quéré & Coeuré (2002:45)

A frequência e ênfase dadas nos documentos oficiais da UE à questão da independência poderiam ser vistas como um excesso de cuidado. Cabe lembrar que a opção pela independência do banco central não significa a renúncia da autonomia sobre a política monetária, mas uma transferência desta autonomia para o banco central, neste caso, único e portanto representante dos interesses de doze países.

Considerando não haver um sistema político unificado na Europa, não se tem um governo único nem ciclos eleitorais coincidentes em cuja condução o BCE pudesse atuar direta ou indiretamente.

O modelo seguido para a criação do BCE foi, em grandes linhas, o do banco central alemão. Os critérios determinantes da independência da autoridade monetária supranacional não são consensuais mas algumas características importantes deveriam ser observadas, tais como: completa independência estatutária com relação aos Estados; o

fato de a nomeação de executivos e dirigentes levar em conta sua independência política; e a presença de restrições sobre mudanças nos estatutos da instituição.

A adaptação do modelo do *Bundesbank*, embora tenha sido um balizador importante durante toda a fase de preparação da unificação monetária,⁴² representou um fardo pesado para os outros países em momentos determinados, como o da reunificação da Alemanha.

Os países membros do SME precisaram orientar sua política monetária de sorte a manter a paridade com o marco alemão, significando praticar juros de curto prazo na mesma linha do *Bundesbank*, a despeito da situação de seu ciclo de negócios. Este objetivo foi duro demais a partir do início da política econômica da reunificação, quando o déficit público alemão cresceu e as taxas de juros foram elevadas para conter a subida de preços. Para outros países europeus que se encontravam em uma fase descendente do ciclo econômico, esta política revelou-se inadequada e conduziu às crises cambiais de 1992-93.

O episódio reforçou ainda mais a compreensão de que se deveria criar o quanto antes um BCE cujo objetivo fosse a estabilidade de preços para toda a região e isento de pressões de interesses nacionais. Seguramente a Alemanha teria sofrido um impacto econômico ainda maior se esta instituição supra-nacional tivesse conduzido a política monetária já no princípio da década de 1990, assim como as pressões inflacionárias decorrentes da política da reunificação teriam se disseminado entre os países do bloco.

Escolhido o primeiro presidente do BCE, o neerlandês Wim Duisenberg, sua primeira tarefa foi a de conquistar credibilidade para a zona do euro, independentemente da situação da economia mundial ou dos ciclos em outras regiões do mundo e internamente nos países membros da área monetária. Isto significa acima de tudo preservar a União Monetária Européia.

De acordo com o previsto no Tratado de Maastricht, o BCE iniciou formalmente suas atividades em 1º de janeiro de 1999, com um capital inicial acima de € 5 bilhões

⁴² Vários estudos empíricos apontam existir uma relação entre a independência do banco central e a manutenção de níveis baixos e controlados de inflação.

integralizado por cada um dos bancos centrais nacionais, de acordo com o tamanho de suas populações e PIB.⁴³ O nível de reservas internacionais também a ser garantido, pelos mesmos critérios de proporcionalidade, pelas autoridades monetárias nacionais foi definido em €50 bilhões. As reservas remanescentes nos bancos centrais nacionais teriam sua utilização sujeita ao controle do BCE.

Tabela 2.2. Participações dos bancos centrais da UME (integralmente pagas) na composição do capital do BCE

Sócios	Participação (%)
Deutsche Bundesbank	24,49
Banque de France	16,83
Banca d'Italia	14,90
Banco de España	8,89
De Nederlandsche Bank	4,28
Banque Nationale de Belgique	2,89
Österreichische Nationalbank	2,36
Bank of Greece	2,06
Banco de Portugal	1,92
Suomen Pankki – Banco da Finlândia	1,40
Central Bank of Ireland	0,85
Banque Centrale du Luxembourg	0,15

Fonte: BCE (www.ecb.int/about/capital.htm)

Nota: Os doze bancos centrais nacionais do Eurosistema detêm 81% do capital do BCE de €5 bilhões; os bancos centrais da Dinamarca, Suécia e do Reino Unido subscreveram os demais 19%, o que equivale a €950 milhões, dos quais 9% foram pagos.

A participação relativa de cada país deverá determinar a renda monetária sobre as reservas devidas a cada um e participação nos lucros do BCE a cada banco central nacional. A distribuição dos pesos mostrada na tabela acima não apresenta nenhuma surpresa quanto à importância dos doze países no sistema todo.

⁴³ A fórmula é a média simples da participação da população do país membro sobre o conjunto da população da UE e a parcela do PIB nacional sobre o PIB total da UE.

Por força dos tratados, o BCE está sujeito ao controle e deve apresentar relatórios anuais às instituições europeias como o Parlamento, o Conselho, a Comissão. Mas as diretrizes de política monetária não são previamente apresentadas a estas instituições nem dependem de sua autorização. Na prática, a presença do presidente do BCE e de membros do conselho executivo frente ao Parlamento europeu ocorre mais como uma formalidade e tem também o intuito de sublinhar a transparência na condução monetária da região.

Politicamente, o conselho executivo do BCE estaria em minoria nas votações, dado que as decisões são tomadas também pelo conjunto de presidentes dos bancos centrais, pelo SEBC como um todo.⁴⁴ Com base em declarações oficiais do BCE, percebe-se que as decisões são tomadas por consenso ou quase consenso. Para a operacionalização, no entanto, o Tratado de Maastricht deixou algumas questões não resolvidas: a exata divisão de responsabilidades entre os ministros de Estado e o BCE acerca da política cambial do euro; detalhes sobre requerimentos de reservas a serem operadas pelo BCE; e os termos de acesso ao sistema de pagamentos do euro e a liquidez dos países.

Em concordância com a tarefa de manutenção da estabilidade de preços, a atuação do BCE deve ser pautada pela maior transparência possível através da divulgação de metas concretas a serem atingidas pela política, preferencialmente definindo estas metas de médio a longo prazos sobre variáveis que possam ser acompanhadas pelo público. Neste sentido, o BCE teria uma função de divulgar informações para que os agentes e os mercados possam formular suas próprias estratégias.

Uma ampla discussão da literatura recente sobre o BCE é apresentada em Heinsohn e Steiger (2002). Partindo das visões tradicionais do que seria a atuação de uma autoridade monetária, passando pela comparação dos processos de gestação do Bundesbank e do sistema do Federal Reserve norte-americano, os autores demonstram que o poder efetivo do BCE é bastante restrito, devido à própria configuração do Eurosistema que deixa considerável poder de decisão e de operação nas mãos dos bancos centrais nacionais. Por estas razões, os bancos centrais nacionais ainda têm o poder de interferir na liquidez do sistema como um todo sem um controle direto do BCE e, ainda, as operações dos bancos nacionais como emprestadores de última instância podem ser mais arriscadas em tal estrutura. Os bancos centrais nacionais mantiveram atividades de controle e supervisão do sistema bancário e nas operações interbancárias. Assim,

⁴⁴ São seis os membros do conselho executivo do BCE e doze países membros da zona monetária. A minoria do BCE será ainda mais marcada à medida que forem incorporados os novos membros à UE a partir de 2004, apesar de ainda não estar claramente definido o ingresso destes países na zona do euro.

segundo as visões críticas organizadas por Heinsohn e Steiger, o BCE funcionaria como uma instituição sobreposta situada organicamente acima dos bancos centrais nacionais.

É importante notar, no entanto, que a determinação de taxas de juros e a formulação das linhas mestras da política monetária permanecem unificadas, embora no âmbito de um sistema decisório relativamente amplo.

Sobre a atuação do BCE

A responsabilidade e o desafio da autoridade monetária supranacional é de determinar qual seria um nível de inflação desejável/aceitável para toda a zona monetária, considerando as diversidades econômicas nacionais. A definição da política monetária precisa considerar as diferentes velocidades de ajuste das economias nacionais frente às políticas. Introduzir estas variáveis significa identificar e reconhecer as assimetrias nos mercados de trabalho e na organização das estruturas de crédito nacionais.⁴⁵ Neste ponto deve-se voltar à discussão teórica da construção da zona monetária frente aos choques assimétricos.

Como já foi comentado no capítulo anterior, a mobilidade de fatores (especialmente da mão-de-obra) no interior da UE ainda não é elevada o suficiente para servir como um elemento de redução dos efeitos de crises ou reversões dos ciclos econômicos. Ao mesmo tempo, uma série de dificuldades práticas para o estabelecimento das formas de atuação do BCE não permite até o presente momento que o banco tenha um conhecimento preciso das reações das economias domésticas às mudanças na política. Assim, apesar de uma estrutura organizada e para a qual a transparência na ação é uma meta, o BCE enfrenta tarefas bastante complexas na coordenação monetária da UE.

Von Hagen e Brückner (2001) mostram algumas dificuldades determinadas pela própria estrutura institucional do BCE. As decisões de política monetária são centralizadas mas sua implementação é descentralizada e está a cargo das autoridades nacionais. Com relação às diretrizes da política monetária, o BCE optou por trabalhar fixando metas de

⁴⁵ As diferenças no comportamento dos agentes econômicos frente ao sistema financeiro se manifestam pelo grau de endividamento médio de famílias e empresas, pela composição da estrutura de crédito em termos de prazos e modalidades de endividamento.

médio prazo para o crescimento de M3,⁴⁶ prática comum na atuação anterior do *Bundesbank*.

A atuação efetiva do BCE em seus poucos anos de vida tem sido alvo também de análises críticas. Agrupando algumas opiniões, é possível afirmar que, de uma forma geral, as principais críticas feitas ao BCE estão baseadas em uma suposta escolha pela imprecisão das metas adotadas em sua atuação, como, por exemplo, a adoção de intervalos largos demais para a variação dos preços.

Existem razões concretas para isto. De acordo com von Hagen e Brückner (2001), um dos aspectos críticos seria que o BCE ainda não pode conhecer exatamente a função de demanda monetária agregada da zona do euro, embora não considerem este fato uma justificativa acabada para o caráter "aproximado" que se identifica na ação do banco.

O BCE alicerça sua política a partir de dois pilares, tendo como objetivo central a estabilidade de preços: o primeiro pilar é constituído pelo anúncio de uma meta de referência para o crescimento do agregado monetário amplo, M3; o segundo pilar é uma avaliação ampla do horizonte para a evolução do nível de preços, tendo como base o acompanhamento de algumas variáveis macroeconômicas.

De forma genérica, o segundo pilar seria uma avaliação ampla do desenvolvimento dos preços. Sobre este segundo pilar, as críticas denunciando falta de precisão do método são bastante agudas. Na prática, a estratégia do BCE tem sido a de uma abordagem direta de metas de inflação, para o índice de preços harmonizado da UE. Von Hagen e Brückner (2001) mostram que a suposta dubiedade ou imprecisão na operação dos mercados através dos instrumentos descritos acaba por imprimir certa opacidade à política monetária do BCE, dificultando a formação de expectativas inflacionárias por parte dos agentes dos mercados. No limite, esta estrutura operacional poderia vir a favorecer algum país em detrimento de outro ou dos interesses da UE como um todo.

A independência do banco central relaciona-se, em grande parte, com a certeza que têm os agentes econômicos de que a política monetária não será influenciada por desajustes

⁴⁶ M3 é composto por moeda em circulação, depósitos *overnight*, depósitos com prazo de maturidade de até dois anos, depósitos com período de carência superior a três meses, acordos de recompra, títulos de dívida e papéis do mercado monetário (títulos de curto prazo) com maturidade de até dois anos.

fiscais de qualquer espécie. Concretamente, quando se trata de uma autoridade monetária supranacional, esta característica pode ser verificada pelos mecanismos de controle dos Estados nacionais, do próprio Eurosistema e demais instituições que compõem a UE.

Este fator de independência é reafirmado pela separação das alçadas de atuação das políticas fiscal e monetária. A política fiscal é o único grande instrumento deixado nas mãos dos Estados nacionais. Embora o âmbito de ação das duas políticas seja em princípio separado, elas estão visceralmente ligadas pelos compromissos de convergência macroeconômica que permitiram a criação da moeda comum. Mais especificamente, as duas políticas estão vinculadas pela existência do pacto de estabilidade e crescimento.

A extrema importância atribuída à estabilidade fiscal dos sócios de uma zona monetária está no temor de que um excessivo endividamento de algum dos Estados viesse a se transformar em uma pressão inflacionária sobre o BCE que teria, por sua vez, dificuldades em resolver o conflito. Neste caso, a União "afiançaria" (*bailout*) o Estado em desequilíbrio, ameaçando a estabilidade da moeda única. A este argumento freqüentemente apresentado, Eichengreen (1997)⁴⁷ adiciona que, tanto uma política de *bailout* posterior que monetize a dívida pública, como uma política que antecipadamente mantenha os juros baixos de forma artificial serão nocivas à estabilidade da moeda.

Sem dúvida, a credibilidade e o vigor de um banco central dependem também da solidez fiscal da economia nacional ou supranacional que ele representa. Ardy (2000) argumenta que a credibilidade de um banco central pode ser defendida e apoiada pela política fiscal de quatro maneiras: estabilidade, sustentabilidade, estabilização e complementaridade (Ardy, 2000:8).

Quanto menor a necessidade de intervenção da política monetária para sanear déficits fiscais, menos os mercados desejarem incorporar os riscos de default às taxas de juros. Ao mesmo tempo, uma separação estrita entre as tarefas monetárias e os ajustes fiscais

⁴⁷ Capítulo 9 "Fiscal Policy and monetary union: is there a tradeoff between federalism and fiscal restrictions?", publicado originalmente em 1996 em co-autoria com Jürgen von Hagen.

garante que o banco central não fará operações de salvamento e empréstimos emergenciais que comprometam a trajetória prevista da política monetária. Esta separação institucional também é uma forma de evitar comportamentos irresponsáveis sob o ângulo do equilíbrio fiscal dos diferentes governos. O BCE mantém sua independência com relação à realização direta de políticas anticíclicas, setoriais e medidas de ajuda a países membros da união.⁴⁸

A despeito das estritas recomendações estabelecidas pelos Tratados e Protocolos que os complementam e da independência institucional na base da constituição do BCE, os primeiros anos de sua atuação demonstraram as dificuldades de levar adiante a estabilidade de preços em contextos conturbados na economia mundial, tendo de levar em conta a realidade de economias heterogêneas e em fases distintas do ciclo econômico.

Otmar Issing, membro do Conselho Executivo do BCE, fez um pronunciamento em dezembro de 2002 cuja tônica são exatamente as incertezas na economia mundial que tornam a tarefa dos bancos centrais cada vez mais complexa.⁴⁹ A elaboração da política monetária dos bancos centrais deve conviver com o problema de informações imperfeitas, com a dificuldade de estimar níveis ótimos para as taxas de juros, para o câmbio e a dificuldade de se estimar variáveis capazes de sintetizar o "estado geral da economia".

O elemento incerteza certamente desempenha um papel fundamental em toda formulação de política econômica mas afeta a todos os agentes econômicos indistintamente. A resposta dos bancos centrais, de acordo com Issing, às muitas incertezas seria a de uma opção por políticas graduais, cautelosas e que tragam o mínimo possível de surpresas para a formação de expectativas dos agentes privados. A política monetária, neste sentido, teria a função de reduzir a volatilidade dos mercados financeiros. Segundo Issing (2002b), o desafio de atuar em um mundo de incertezas faz emergir o debate sobre o grau de ativismo do banco central, bem como sobre o processo de fixação de regras para a operação da autoridade monetária.

⁴⁸ Todas as transferências de recursos entre países e para projetos específicos dentro da UE estão completamente desvinculadas dos assuntos monetários e são controladas por instâncias específicas para cada tipo de questão a ser resolvida.

⁴⁹ Issing (2002b).

Issing (2002a) faz um balanço bastante positivo da atuação do BCE desde 1999. O sucesso da política monetária europeia seria resultado da credibilidade institucional do BCE reconhecida pelos mercados. A opção por políticas de médio e longo prazos, com metas anunciadas e a utilização apenas em pequena escala do método da sintonia fina para realizar ajustamentos de curto prazo permitiram que os mercados confiassem nas diretrizes anunciadas pela autoridade monetária e estabelecessem suas expectativas em conformidade com estas metas.

O sucesso da transição, de acordo com Issing (2002a), deveu-se justamente à segurança institucional transmitida pelo BCE aos mercados e imediatamente absorvida por estes. O bom desempenho seria resultado, segundo o economista do BCE, do êxito do banco em atuar sobre a formação de expectativas ao tornar pública uma política monetária cautelosa, construída sobre um horizonte de médio prazo e "avalizada" pela credibilidade da instituição, a despeito das dificuldades de trabalhar com um instrumental sofisticado de projeções criadas pela inexistência de informações estatísticas históricas para o conjunto da região.

Estudos recentes como o de Heinsohn e Steiger (2002) apresentam uma interpretação um tanto cética acerca da atuação operacional do BCE, ao mostrar, a partir da análise dos balanços do banco, que a maioria das tarefas clássicas de um banco central ainda permanecem sob a responsabilidade dos bancos centrais nacionais. Não é objeto deste trabalho a análise detalhada do desempenho operacional do BCE mas cabe ressaltar que a permanência de operações de refinanciamento a instituições financeiras no âmbito das autoridades monetárias nacionais, por exemplo, retira parte do controle pelo banco sobre a criação de liquidez.

As observações feitas acima confirmam a idéia de que o poder na condução da política monetária na UE não está ainda claramente distribuído, o que abre espaço para avaliações bastante distintas sobre a qualidade da atuação do BCE durante seus primeiros anos de vida.

De todas as maneiras, está solidificada a credibilidade do BCE entre os mercados financeiros que reconhecem o compromisso da instituição com diretrizes de política orientadas para a estabilidade de preços, elemento crucial na formação de expectativas.

4. Algumas conclusões iniciais

A experiência europeia de integração monetária demonstra em todos os aspectos a relação estreita entre as decisões econômicas e políticas. Mais do que discutir detalhes específicos dos procedimentos da criação do euro, interessa refletir sobre o fenômeno político que ela representou de maneira mais ampla.

As motivações econômicas estão, sem dúvida, na origem do processo. É fundamental verificar a ocorrência de certas condições para a dar início a um processo de coordenação macroeconômica entre nações que eventualmente possa resultar em uma colaboração ou associação monetária, como um importante fluxo de comércio e um posicionamento no mercado financeiro internacional que propicie esta escolha de regime cambial.

Apesar de os países europeus terem estruturas econômicas muito diversas ainda hoje, embora bem menos do que no princípio da coordenação econômica, prevaleceu entre a maioria o interesse político em participar. Estas razões políticas também eram muito distintas de país para país mas foi sendo criada e solidificada a idéia da força que poderia representar o avanço da união econômica.

Pensando inicialmente nos interesses nacionais, em muitos casos o "empréstimo" ou ganho de credibilidade monetária para os países com moedas tidas como fracas foi decisivo; para a Alemanha, cuja moeda serviu de "âncora" do sistema, a criação de uma moeda única seria uma forma de se despojar da carga de ser a referência, garantindo, ao mesmo tempo, a adoção de caros princípios de gestão monetária a seus parceiros.

Há também para o bloco europeu o interesse em amenizar a vinculação com o desempenho da economia e da moeda norte-americanas. Uma vez que o euro tenha ganhado importância como reserva de valor nos mercados internacionais, redistribuem-se ao menos, em parte, as forças nestes mercados.

Do modelo político adotado na unificação monetária europeia, talvez seja possível extrair alguns traços básicos que podem servir como ponto de partida para iniciativas de coordenação macroeconômica em outras regiões.

Sobre a importância de um país dentro do bloco exercer uma posição hegemônica ou que venha a servir de referência para os demais no processo de integração parece não haver uma resposta direta. Um ou dois países devem tomar a iniciativa e portanto assumir responsabilidades para iniciar o processo mas a distribuição de poder e de deveres não é uma equação simples no caminho da unificação.

No exemplo europeu, além da hegemonia da Alemanha na coordenação econômica, assistiu-se desde os primeiros passos do que veio a ser a Comunidade Européia a uma relação de dependência e colaboração entre a Alemanha e a França, papel que poderia ser desempenhado no Cone Sul por países como o Brasil e Argentina, guardadas as muitas diferenças.

Distribuição de poder remete à questão do processo decisório. Seria o método de decisões por consenso indispensável a uma associação monetária? Em fases iniciais, quando os primeiros alicerces são posicionados e as bases do processo definidas, o consenso deve ser obtido, sob pena de inviabilizar o projeto. À medida que vai aumentando a complexidade das políticas e o bloco vai se consolidando como uma entidade organizada e estabelecendo seus próprios interesses, pode ser preciso abandonar o princípio do consenso para determinados tipos de decisões.

O modelo de autoridade monetária escolhido pela UE parece em grande parte adequado às necessidades do bloco e coerente com a estrutura de poder e decisão adotada nas demais esferas de política econômica comum. No entanto, as questões relativas à efetividade da ação do BCE frente à atuação dos bancos centrais nacionais são bastante pertinentes. Pode-se esperar que, com a integração dos mercados financeiros nos países da zona do euro mais aprofundada, caminhe-se para a centralização pelo BCE de um número cada vez maior de atividades de financiamento interbancário, supervisão e controle.

A criação de um banco central regional é imprescindível no caso de uma união monetária. Mas, mesmo sem uma moeda única, a cooperação e elaboração conjunta de medidas de prevenção de crises, supervisão e regulação entre grupos de países emergentes pode ser extremamente proveitosa para estes países. A colaboração entre

países no sentido de estabelecer medidas prudenciais é um importante fator de redução do risco e da volatilidade nos países emergentes. Medidas nesta direção podem vir a ser o embrião de uma futura cooperação monetária entre os países.

São muitas as lições e conclusões que se pode extrair da experiência europeia. Mais do que receitas ou regras, o estudo da unificação monetária europeia abre espaço para que se formule perguntas sobre o interesse, a viabilidade, os benefícios de um experimento similar em outras partes.

Um benefício direto seria uma diminuição da vulnerabilidade dos países sócios diante de crises cambiais e turbulências financeiras.

III. DINÂMICAS FINANCEIRAS E UNIFICAÇÃO MONETÁRIA: O CASO EUROPEU E QUESTÕES PARA A AMÉRICA LATINA

O sistema financeiro mundial foi palco de mudanças protagonizadas por um movimento de internacionalização das atividades financeiras e um aumento da competição entre as grandes instituições a partir dos anos 1980. Estes fenômenos deram origem a medidas de reestruturação dos sistemas financeiros nacionais e da regulamentação que os ordena.

Os fluxos financeiros internacionais maiores e mais ágeis exigiram também um esforço suplementar no sentido de criar mecanismos de prevenção de crises financeiras, de criação de regras de proteção a mercados nacionais e de estabelecimento de medidas de salvaguarda por parte dos organismos internacionais.

Dentre os fatores de intensificação da instabilidade em um contexto de mercados financeiros sofisticados, diversificados e extremamente dinâmicos está o risco de variação cambial, parte componente da avaliação de todo tipo de operação financeira inter-fronteiras. Quando a variável cambial deixa de existir, espera-se que as relações financeiras entre os países que se beneficiam desta nova situação mude.

Com efeito, o sistema financeiro se transforma quando sua "matéria-prima" original, a moeda, muda. Estas transformações vão se operando de maneira gradativa, em consonância com a cultura financeira dos países e com os ciclos de negócios, tanto nacionais, como no interior da área monetária.

Na Europa, apesar de estar prevista a total mobilidade de capitais, não se observou uma transformação muito profunda na estrutura do sistema financeiro após a introdução da moeda única. Na ausência de risco cambial, o estímulo à circulação de capitais dentro do bloco é naturalmente mais elevado. É também de se esperar que as grandes corporações financeiras internacionais tendam a ficar ainda mais fortes e unir-se a instituições menores intensificando a concentração no setor.

O objetivo deste capítulo é fazer uma discussão sobre o funcionamento de dois sistemas financeiros bastante distintos: o europeu no contexto da unificação monetária e o latino-americano, marcado por importantes transformações desde o início da década de 1990.

Não se trata de fazer uma comparação que teria pouco sentido, dadas as enormes diferenças entre as duas regiões. A proposta é de, a partir da experiência européia, formular algumas questões pertinentes para um grupo de países latino-americanos, em especial sobre os benefícios eventualmente trazidos pela unificação monetária para ganhos de estabilidade financeira.

Uma primeira parte do capítulo consiste em fazer uma fotografia com lente grande angular do sistema financeiro europeu nos últimos anos: a fase final de do processo de preparação para a unificação monetária e as tendências observadas após a introdução do euro.

As dinâmicas financeiras nos países emergentes devem ser analisadas como parte de um mercado mundial liberalizado, diversificado e com participantes cada vez maiores e mais ágeis. Em especial a partir dos anos 1990, os mercados emergentes tiveram seu espaço ampliado na cena financeira internacional. Estes países, apesar de beneficiarem de sua posição de receptores de poupança externa, precisaram enfrentar, em momentos de instabilidade, reversões abruptas nestes fluxos de capital e os efeitos destas crises sobre suas economias.⁵⁰

A América Latina participou do processo de liberalização financeira e foi diretamente afetada pelas turbulências nos mercados emergentes. Um dos fatores determinantes da elevada vulnerabilidade dos países da região relacionou-se com a adoção de políticas cambiais a serviço de programas de ajustamento macroeconômico.

A segunda parte do capítulo introduz elementos de discussão sobre a possibilidade de coordenação macroeconômica na América Latina com ênfase na proposta de cooperação monetária. Ainda observando a América Latina, o terceiro item trata da importância da configuração financeira dos países no desenrolar das crises e da possibilidade de iniciar-se uma integração financeira. Finalmente, a quarta parte do capítulo procura fazer considerações sobre uma eventual colaboração monetária e financeira latino-americana.

⁵⁰ Bom número de estudos sobre as crises financeiras nos países emergentes nos anos 1990 e reflexões sobre uma ordem financeira internacional desejável estão disponíveis em Fendt e Lins (2002).

1. Tendências do sistema financeiro europeu com a unificação monetária

As etapas de coordenação para a união monetária ao longo dos anos e a existência em si da moeda única circulando ou como unidade de conta não garantem que os diversos sistemas financeiros dos países europeus caminhem para uma uniformização em suas estruturas.

Em comparação com uma união monetária nacional, os mercados financeiros na zona do euro são mais heterogêneos em suas estruturas institucionais e, da mesma forma, existe entre os países um grau bastante diferenciado de mobilidade de capital.

A Comissão Europeia sublinha a importância de que a UE avance na integração financeira e, com este intuito, desenvolveu uma série de recomendações para criar mercados financeiros eficientes e integrados que sirvam de suporte a uma economia mais competitiva e dinâmica (European Commission, 2002b). As medidas propostas visam eliminar barreiras ainda existentes sobre serviços financeiros entre as fronteiras, garantir a implementação efetiva de uma regulação financeira dentro de UE, permitir que a concorrência se desenvolva no setor financeiro e que ocorram fusões e aquisições entre fronteiras para o aumento de eficiência e fortalecer a confiança e a proteção aos consumidores.

1.1. A integração dos mercados financeiros europeus

Além dos efeitos da já mencionada internacionalização financeira sobre o conjunto dos mercados mundiais, é interessante refletir acerca do comportamento de mercados nacionais diante de uma nova realidade monetária. As formas de comunicação da política monetárias entre os países dependem das estruturas financeiras nacionais e também difere bastante entre os diversos segmentos dos sistemas financeiros.

Estudos realizados no ano de 2002 avaliam os progressos da integração financeira na UE a partir da introdução do euro. Uma definição de integração financeira proposta por Cabral, Dierick e Vesala (2002:5) é a de um mercado de produtos e serviços financeiros seria integrado quando um produto é negociado pelo mesmo preço nos mercados das diferentes localidades. Outra forma de avaliar a integração seria verificar a

independência entre o volume de investimento nacional com relação à formação de poupança doméstica ou ao produto nacional, como uma indicação do acesso aos recursos disponíveis além das fronteiras.

Quanto mais integrados os sistemas financeiros nacionais, mais similares serão suas respostas a políticas determinadas e a choques externos. Buch (2001a) propõe um estudo sobre os efeitos da política monetária em uma zona monetária unificada. A autora estabelece um modelo de dois países com a mesma moeda mas com sistemas financeiros totalmente isolados. Neste caso, uma política monetária comum teria impactos totalmente distintos no setor real das duas economias. Estes impactos dependeriam das relativas velocidades da moeda e da estrutura da transmissão monetária. Se as duas economias fossem completamente integradas financeiramente, o processo de arbitragem poderia levar a uma equalização das taxas de retorno em cada um dos mercados, conduzindo a processos de ajustamento mais homogêneos. Se os mercados financeiros forem distintos, os efeitos *spillover* de choques dependerão da mobilidade do capital entre as regiões.

Segundo a autora, embora haja uma tendência nítida na direção da integração dos mercados europeus, segmentos importantes destes ainda permanecem operando basicamente em níveis nacionais. Assim como também ocorre entre economias não integradas por uma mesma moeda, os movimentos financeiros na última década mostram uma maior e mais rápida capacidade de contágio de choques por meio das atividades do setor bancário comercial.

Buch (2001a) analisou o fato de que os mercados financeiros europeus são mais díspares e heterogêneos do que os de uma zona monetária nacional. No entanto, a extensão desta heterogeneidade e seus efeitos sobre os mecanismos de transmissão de choques ainda têm um comportamento fixo. Isto porque é fácil medir a mobilidade de capital dentro da zona monetária européia e também em relação ao resto do mundo, mas bem menos evidente medir a mobilidade de capital no interior dos países. O próprio BCE, dada a curta experiência com a nova moeda, ainda não tem definido um quadro claro dos efeitos da política monetária sobre as diferentes economias da zona do euro.

O comportamento das taxas de juros da mesma forma é bastante variável nos diferentes mercados financeiros europeus. As taxas de juros europeias convergiram ao longo do tempo mas ainda revelam bastante heterogeneidade, especialmente no caso de bancos de varejo. As assimetrias de informação e as especificidades das economias domésticas dificultam uma maior convergência.

Um dos fenômenos relacionados à unificação é o aumento da concorrência nos diversos segmentos do sistema financeiro. A competição mais acirrada deveria levar a uma uniformização dos preços dos serviços financeiros nos diversos mercados nacionais, o que apenas em parte descrevem os dados da tabela abaixo.

**Tabela 3.1. Evolução das taxas de juros dos bancos comerciais
(taxas médias %)**

A. Taxas de depósito ^{1/}

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ^{4/}
Zona do euro ^{2/}	4,08	3,41	3,20	2,44	3,45	3,49	2,82
Alemanha	2,84	2,77	2,98	2,54	3,60	3,64	2,76
Áustria	3,14	2,74	2,66	2,20	2,72	2,88	2,50
Bélgica	2,66	2,88	3,01	2,42	3,59	3,40	2,63
Espanha	5,29	3,61	2,72	1,78	2,52	2,79	2,27
Finlândia	4,63	4,56	3,93	3,85	3,15	3,37	3,05
França ^{3/}	3,93	3,46	3,56	2,97	4,39	4,26	3,35
Grécia	13,50	10,11	10,70	8,68	6,11	3,32	2,75
Irlanda	0,29	0,47	0,46	0,13	0,40	0,40	0,12
Itália	6,49	4,83	3,15	1,61	1,84	1,96	1,44
Países Baixos	3,28	3,14	3,47	2,98	4,13	3,63	3,36
Portugal	6,31	4,56	3,36	2,40	3,04	3,35	2,97

Fonte: Eurostat. European Commission (2002). *Money, Finance and the euro: statistics*. 1, 2002. Dados de 2001/2 em BCE (www.ecb.int/stats/nrir/).

1/ Depósitos a prazo de duração média inferior a um ano. 2/ Ponderado pelos volumes nacionais. 3/ As taxas anuais são as médias das taxas mensais. 4/ Média mensal até novembro de 2002.

Tabela 3.1. Evolução das taxas de juros dos bancos comerciais
(taxas médias %)

B. Taxas de empréstimo ^{1/}

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ^{4/}
Zona do euro ^{2/}	8,88	7,58	6,73	5,65	6,60	6,84	6,14
Alemanha	7,93	7,74	7,64	7,47	8,45	8,77	8,50
Áustria	7,23	6,65	6,40	5,64	6,48	6,44	5,79
Bélgica	4,20	4,47	4,53	3,86	5,39	4,92	4,25
Espanha	8,61	6,12	5,16	3,99	5,21	5,28	4,47
Finlândia	5,34	4,79	4,73	3,69	5,19	5,11	4,40
França ^{3/}	7,64	5,79	4,78	4,25	5,54	5,53	4,67
Grécia	20,96	18,91	18,55	15,00	12,31	8,58	7,43
Irlanda	7,04	7,19	7,12	4,94	5,19	5,58	4,62
Itália	9,00	6,78	5,10	2,94	3,92	4,41	3,49
Países Baixos	3,10	3,38	3,75	3,46	4,79	5,00	4,00
Portugal	11,73	9,14	7,24	5,19	5,94	5,94	5,09

Fonte: Eurostat. European Commission (2002). *Money, Finance and the euro: statistics*. 1, 2002. Dados de 2001/2 em BCE (www.ecb.int/stats/nrir/).

1/ Depósitos a prazo de duração média inferior a um ano. 2/ Ponderado pelos volumes nacionais. 3/ As taxas anuais são as médias das taxas mensais. 4/ Média mensal até novembro de 2002.

É possível constatar pelos dados da tabela 3.1 que, embora para alguns países, como a Grécia, tenha havido uma tendência de aproximar-se do nível de juros praticados pelos outros países, ainda há uma diferença considerável entre as taxas de juros dos bancos comerciais na área monetária.

Uma das explicações para a tendência à diminuição das diferenças entre as taxas de juros praticadas em países individuais na zona do euro é o esforço de desregulamentação que tem sido empreendido na região para a integração monetária e financeira que facilitou processos de fusões e aquisições bancárias e ampliou o mercado de atuação das instituições.

Diferenças na regulação entre os países têm efeitos sobre a estrutura dos mercados financeiros e as fontes de financiamento das firmas. Através deste canal, podem atuar sobre os mecanismos de transmissão monetária. No caso europeu, isto implica

diretamente que a política monetária comum tenha efeitos diferentes sobre os países da zona monetária.

A transformação das estruturas financeiras nacionais dentro da zona do euro é um fenômeno de difícil previsão. Parte considerável do arcabouço institucional dos sistemas financeiros nacionais é definida de maneira endógena. Por outro lado, a mobilidade de capitais e a consolidação da zona monetária, especialmente por meio da política unificada do BCE podem estimular a multiplicação de padrões financeiros similares entre os países.

Como um fator adicional de incentivo, pode-se esperar benefícios da integração do setor financeiro através da diversificação de portfólio e assim de uma melhora na distribuição do risco das aplicações dentro da região, de ganhos de eficiência nos sistemas financeiros domésticos e da maior possibilidade de financiamento de investimentos nacionais por poupança externa.

Ao mesmo tempo, sistemas financeiros integrados são um ambiente mais propício para a disseminação dos efeitos de crises financeiras dos mercados entre si. Uma instabilidade que venha a ocorrer em um mercado nacional dos países membros da zona do euro deverá ter impactos sobre toda a região. Exatamente por isso defende-se a criação de mecanismos de supervisão e prevenção de crises mais eficientes no âmbito da UE. As crises financeiras iniciadas na segunda metade dos anos 1990 evidenciaram a capacidade de contágio dos efeitos dos choques de liquidez que têm os sistemas bancários integrados internacionalmente.

1.2. Instrumentos de harmonização financeira e desempenho recente

Como suporte ao avanço da interação financeira, a Comissão Européia lançou, em 11 de maio de 1999, um plano de ação para serviços financeiros (*Financial Services Action Plan*) baseado em três objetivos estratégicos: garantir a existência de um mercado único de serviços financeiros de atacado, criar e assegurar o funcionamento de mercados de financiamento de varejo e definir o estado da regulação prudencial e regras de

supervisão internas à UE.⁵¹ Deve-se notar, além disso, que, desde 1992, passou a haver na UE o reconhecimento mútuo de licenças bancárias entre os países membros e iniciativas de harmonização das atividades do setor.

A importância de que as diretrizes destacadas no plano de ação de 1999 sejam levadas adiante pela própria Comissão, com apoio dos governos e bancos centrais nacionais continua a ser tema de novos documentos. Propõem-se efetivamente a eliminação das barreiras à integração, especialmente no âmbito institucional e jurídico.

Cabral, Dierick e Vesala (2002) identificam algum avanço na integração dos diversos segmentos do mercado financeiro europeu, entretanto, em consonância com outros estudos, ainda encontram uma série de dificuldades e entraves para a integração financeira mais aprofundada na UE.

Os estudos sobre a dinâmica financeira na zona do euro utilizam algumas definições comuns que permitem uniformizar a análise:

- O sistema de pagamentos e compensações entre fronteiras de grandes volumes em tempo real contabilizados em euros é o **TARGET** (*trans-european real time gross express transfer settlement system*).
- **Mercados de atacado** (*wholesale markets*) são aqueles em que os agentes dos dois lados da operação são instituições financeiras. Nestes mercados realiza-se uma série de serviços oferecidos por bancos que intermediam transações entre agentes que não sejam clientes da mesma instituição financeira. As operações realizadas entre instituições de diferentes países da zona do euro nestes mercados são contabilizadas através do sistema TARGET.
- **Mercados de varejo** (*retail markets*) são aqueles em que consumidores e empresas de pequeno e médio porte compram produtos e serviços financeiros. Os agentes nestes mercados caracterizam-se por terem pouco acesso à informação, por terem menos recursos para obtê-las e por enfrentarem custos elevados nas transações além das fronteiras nacionais. Neste mercado, a

⁵¹ European Commission – Communication of the Commission (1999)

confiança nas instituições que oferecem os serviços é um fator fundamental para a tomada de decisões.

- **Atividades bancárias relacionadas com os mercados de capital** (*capital market-related banking activities*) são caracterizadas por serviços de finanças corporativas, gerenciamento de ativos (*asset management*) e *trading*.
- As **taxas de juros da zona do euro** que se tornaram uma referência para toda a região são a EONIA (*Euro Overnight Index Average*) e a EURIBOR (*Euro Inter-Bank Offer Rate*).

Resultados das avaliações mais recentes como a de Cabral, Dierick e Vesala (2002) indicam uma tendência mais marcada de integração nos mercados de atacado pelas próprias características destes mercados, prioritariamente movimentados por participantes de grande porte. As atividades relacionadas com os mercados de capitais concentram valores elevados e tendem a ser atividades mais "globais". O mercado de varejo permanece ainda bastante segmentado e com as atividades concentradas nacionalmente.

A constatação de que a integração mais avançada dos sistemas financeiros no interior da zona do euro ainda não aconteceu é confirmada pelas estatísticas apresentadas na tabela 3.2. que apresenta a distribuição percentual dos volumes transferidos através de operações interbancárias entre os países da zona do euro. Estas operações são geralmente de grande porte e fazem parte do mercado de atacado da região.

Observando a distribuição dos ativos e passivos dos bancos com relação à nacionalidade de suas contrapartidas, verifica-se que, apesar do crescimento da importância relativa das transações dentro da zona do euro, o padrão da distribuição destas operações não se transformou de forma marcante e permanece na região uma concentração de operações interbancárias domésticas.

**Tabela 3.2. Distribuição de ativos e passivos interbancários
(% do total -dados de fim de período)**

	Ativos interbancários			Passivos interbancários		
	Domésticos	Área do euro	Resto do mundo	Domésticos	Área do euro	Resto do mundo
Zona do euro						
1997	60	15	25	59	15	26
1998	61	17	22	58	16	26
1999	62	18	20	57	16	27
2000	61	18	21	55	16	29
2001	59	18	23	53	16	31
2002 ^a /	59	19	22	53	16	31
Alemanha						
1997	73	9	18	75	9	16
1998	73	10	17	71	11	18
1999	74	11	15	70	10	20
2000	71	12	17	67	11	22
2001	69	13	18	66	12	22
2002 ^a /	68	13	19	65	12	23
Áustria						
1997	56	18	26	55	21	24
1998	63	16	21	59	18	23
1999	65	14	21	59	17	24
2000	61	18	21	57	19	24
2001	61	18	21	56	16	28
2002 ^a /	61	18	21	58	16	26
Bélgica						
1997	30	27	43	25	26	49
1998	31	32	37	25	26	49
1999	26	40	34	27	22	51
2000	22	43	35	20	25	55
2001	21	40	39	16	30	54
2002 ^a /	22	40	38	18	29	53
Espanha						
1997	71	13	16	69	11	20
1998	71	15	14	62	15	23
1999	72	17	11	63	19	18
2000	68	18	14	57	23	20
2001	71	15	14	58	22	20
2002 ^a /	69	17	14	58	24	18
Finlândia						
1997	36	11	53	42	16	42
1998	35	19	46	31	20	49
1999	38	15	47	36	17	47
2000	28	18	54	24	9	67
2001	37	6	57	32	5	63
2002 ^a /	33	3	64	29	6	65
França						
1997	66	8	26	67	9	24
1998	69	9	22	69	11	20
1999	70	12	18	67	11	22
2000	70	11	19	63	10	27
2001	69	12	19	61	11	28
2002 ^a /	71	12	17	62	11	27

(continua)

Tabela 3.2. Distribuição de ativos e passivos interbancários (cont.)
(% do total -dados de fim de período)

	Ativos interbancários			Passivos interbancários		
	Domésticos	Área do euro	Resto do mundo	Domésticos	Área do euro	Resto do mundo
Grécia						
1997	nd	nd	nd	nd	nd	nd
1998	70	9	21	41	20	39
1999	69	11	20	36	22	42
2000	63	10	27	32	22	46
2001	50	21	29	38	27	35
2002 ^a /	42	21	37	32	25	43
Irlanda						
1997	41	17	42	28	24	48
1998	46	23	31	29	29	42
1999	36	29	35	24	32	44
2000	35	29	36	23	28	49
2001	36	25	39	24	28	48
2002 ^a /	34	26	40	22	26	52
Itália						
1997	57	16	27	43	24	33
1998	53	24	23	43	26	31
1999	59	22	19	47	25	28
2000	63	20	17	47	24	29
2001	67	17	16	43	25	32
2002 ^a /	64	19	17	44	26	30
Luxemburgo						
1997	20	53	27	24	35	41
1998	22	55	23	28	34	38
1999	25	52	23	28	35	37
2000	22	55	23	31	31	38
2001	22	55	23	30	33	37
2002 ^a /	24	53	23	32	30	38
Países Baixos						
1997	39	23	38	34	19	47
1998	37	24	39	32	20	48
1999	41	21	38	35	17	48
2000	48	17	35	43	13	44
2001	38	17	44	36	14	50
2002 ^a /	39	17	44	35	14	51
Portugal						
1997	43	30	27	42	20	38
1998	43	29	28	38	24	38
1999	52	23	25	41	27	32
2000	39	23	38	26	25	49
2001	37	34	29	21	30	49
2002 ^a /	37	37	26	23	29	48

Fonte: Cabral, Dierick e Vesala (2002:15-16).

a/ dados de junho de 2002 - nd: não disponível

Os dados indicam um direcionamento de operações para a zona do euro, porém não mostram uma ruptura marcada, nem mesmo quando o euro passou a ser utilizado como moeda comum nas transações comerciais e financeiras e como unidade de conta da região, a partir de 1999.

A tendência é de que as operações interbancárias venham a aumentar de importância dentro da zona do euro, beneficiando-se da ausência de risco cambial nestas transações e do idêntico acesso das instituições financeiras ao suporte de liquidez dado pela autoridade monetária única.

1.3. Concentração dos mercados

O quadro financeiro na Europa em 1999, portanto no início da unificação monetária *de facto*, era similar ao de outros países industrializados: verificava-se uma intensificação da concorrência, dentro e fora do setor financeiro, o que levou a mudanças no comportamento e na estrutura dos sistemas bancários. De Bandt e Davis (1999) fazem um retrospecto das transformações nos mercados financeiros dos países da OCDE do final da década de 1990.

No conjunto dos países industrializados operou-se um crescimento dos mercados de capitais domésticos, uma diversificação dos instrumentos financeiros estimulada também pela presença de menores riscos cambiais, o que, aliado ao aumento de importância dos investidores institucionais estimulou a demanda destes investidores por ativos com maior risco nos mercados internacionais.

Ao mesmo tempo a disseminação da tecnologia de informação tirou das atividades bancárias tradicionais parte de suas vantagens comparativas. Do lado do passivo das instituições financeiras, assistiu-se a uma maior preferência dos investidores institucionais por operações com acordos de recompra, *commercial papers* e outros instrumentos do mercado monetário. Estas tendências levaram, portanto, a uma transformação nas atividades bancárias com uma perda de importância dos serviços tradicionais de intermediação financeira.

No âmbito europeu, o movimento de liberalização e dinamização coincidiu com os esforços de montagem de mercado unificado e estimulou ainda mais a competição no setor financeiro. Os bancos reagiram a estas tendências operando em outras atividades como seguros, hipotecas, fundos mútuos e procuraram resolver o problema do excesso de capacidade fechando filiais ou realizando fusões.

A concorrência foi também intensificada pelas próprias diretrizes da UE que passaram a permitir que cada banco pudesse atuar em todos os mercados do bloco. As instituições reagiram procurando especializar-se nos segmentos para os quais tinham vantagens competitivas e, por outro lado, ampliando operações com maior nível de risco no exterior, como, por exemplo, empréstimos aos países emergentes, especialmente aos asiáticos, à Rússia e aos latino-americanos. O contexto em que ocorreram, os efeitos e as conseqüências destes influxos de capitais na América Latina serão discutidos adiante neste capítulo.

Como resultado desta intensificação da concorrência observa-se que o número de instituições financeiras atuando nos países europeus diminuiu acentuadamente ao longo da década de 1990, como ilustra a tabela abaixo. Esta tendência não é exclusiva do continente e está associada a um movimento mundial de concentração no setor financeiro.

No maior mercado da região, o alemão, é relativamente baixa a entrada de bancos estrangeiros. Estes, quando presentes no mercado alemão, concentram-se sobretudo em atividades não-bancárias tradicionalmente, como fusões e aquisições ou no mercado de capitais. Portanto, a maior parcela da oferta de serviços financeiros na Alemanha é realizada por instituições domésticas.⁵²

A despeito da nítida tendência de diminuição no número de instituições de crédito na UE, nota-se a ocorrência do fenômeno inverso em países como a Irlanda e a Grécia, o que se explica pelas transformações estruturais por que passaram estas economias ao longo do processo de convergência macroeconômica iniciado nos anos 1990.

⁵² Buch e Golder (2000) fazem um estudo abrangente sobre a penetração de bancos estrangeiros na Alemanha na década de 1990.

**Tabela 3.3. Número de instituições de crédito
(dados de fim de período)**

	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002 ^{a/}
Zona do euro	11130	8961	8379	7955	7521	7219	7109
Alemanha	4720	3785	3238	2992	2742	2526	2485
Áustria	1210	1041	898	875	848	836	834
Bélgica	157	145	123	117	118	112	110
Espanha	696	506	402	387	368	367	364
Finlândia	529	381	348	346	341	369	370
França	2027	1469	1226	1159	1099	1050	1024
Irlanda	48	56	78	81	81	88	86
Grécia	39	53	59	57	57	61	62
Itália	1156	970	934	890	861	843	839
Luxemburgo	177	220	212	211	202	194	185
Países Baixos	111	102	634	616	586	561	543
Portugal	260	233	227	224	218	212	207
Dinamarca	124	122	212	210	210	203	198
Suécia	704	249	148	148	146	149	214
Reino Unido	624	564	521	496	491	452	447
EU 15 países	12582	9896	9260	8809	8368	8023	7968

Fonte: Cabral, Dierick e Vesala (2002:33).

a/ dados de junho de 2002



O sistema financeiro europeu vem se transformando lentamente ao longo do processo de unificação monetária. Os impulsos para estas mudanças vêm de muitos lados: da desregulamentação dos mercados nacionais, das medidas tomadas pela UE para promover uma uniformização dos mercados, do aumento da concorrência dentro da região e nos mercados internacionais, da facilitação das transações financeiras pelos avanços tecnológicos e pelos efeitos da política monetária única.

Até o presente momento não se pode afirmar com segurança que estas transformações terão como resultado uma maior integração entre os mercados financeiros e o lado real da economia, servindo como uma alavanca de maior crescimento econômico e maior bem-estar.

2. Coordenação macroeconômica e cooperação monetária: questões sobre a estabilidade financeira na América Latina

Não por acaso, o processo de integração entre os países latino-americanos voltou a ser visto como um aspecto central para um fortalecimento econômico, político e institucional da região. A história recente da América Latina tem colecionado instabilidades, resultados de transformações políticas e de uma profunda reorganização da ordem econômica.

Além de fenômenos comuns identificáveis em vários países da região, o esforço de seu fortalecimento político e econômico justifica uma reflexão pelos países latino-americanos acerca da possibilidade de estabelecer uma cooperação macroeconômica na região: a longa interrupção de fluxos de capitais estrangeiros durante os anos 1980; a retomada do ingresso dos recursos ao longo da década de 1990, combinada com o extenso processo de reformas econômicas a que se submeteu a região e que resultou em vitórias no combate à inflação endêmica.

Embora parte substancial dos instrumentos de estabilização adotados nos países da região tenha sido semelhante, variou o momento exato em que as políticas foram implementadas e, mais importante do que tudo, as políticas cambiais apresentaram diferenças aparentemente pouco marcantes mas que foram cruciais no desenrolar das crises que se seguiram.

A dependência de muitos países latino-americanos com relação aos capitais externos se entende, antes de tudo, pela sucessão de déficits na conta corrente do balanço de pagamentos originada pela abertura dos mercados, vinculada à opção por taxas de câmbio relativamente rígidas como instrumento de combate à inflação.

A extrema necessidade de financiamento externo evidenciou a vulnerabilidade financeira de região que se mostrou especialmente nefasta a partir da ocorrência de crises financeiras em outros países emergentes, cujo efeito de contágio é de difícil controle.

A vulnerabilidade financeira é talvez o resultado da relativa incapacidade dos países da região de protegerem-se e agir de maneira coordenada durante a ocorrência de crises. Algumas tentativas de coordenação macroeconômica e colaboração institucional são louváveis porém insuficientes para proteger os países contra crises de confiança.

A escolha do regime cambial está na base das políticas em favor da estabilidade macro-financeira. A literatura é fértil no campo da escolha de políticas cambiais e das alternativas de colaboração contidas em determinadas opções.

A partir da análise dos extremos: seja a livre flutuação ou a ancoragem da moeda nacional a uma moeda estrangeira, é possível extrair as conseqüências destas políticas. O continente latino-americano, especialmente nos programas de ajustamento, andou flertando com a opção extrema do câmbio fixo, seja via dolarização, adoção de um *currency board* ou uma ancoragem cambial administrada pelas autoridades monetária.

A adoção de uma moeda forte é uma forma de "emprestar" credibilidade de economias estáveis. A Argentina e o Equador que adotaram a rigidez extrema o fizeram, precisamente, porque os problemas estruturais se revelaram intratáveis.

A experiência européia é uma referência inevitável quando se trata de coordenação, pois é o único padrão existente no mundo moderno de uma transição coordenada para uma política monetária unificada. Como discutido nos capítulos anteriores, também na Europa, o "empréstimo" de credibilidade monetária foi um elemento essencial de fortalecimento da política comunitária e para a aceitação pelos cidadãos do abandono de suas moedas nacionais.

O continente latino-americano conheceu de forma traumática o processo de transição para o abandono da dolarização na Argentina, cujos efeitos sobre o setor público foram devastadores. A crise de confiança que assolou o Brasil em 2002 é também um exemplo do que se poderia tentar evitar através de uma ação coordenada dos países da região.

O período de transição atual, se não permite vãos extremos no desenho institucional da política macroeconômica, pelo menos favorece uma reflexão mais cuidadosa sobre as oportunidades e os novos caminhos que poderiam ser seguidos.

2.1. O significado de coordenação macroeconômica e colaboração monetária

A realização do esforço de unificação monetária exige a construção de consensos políticos e de legitimidade dos governos que participam da negociação. No caso europeu, os requisitos iniciais foram sendo conquistados ao longo de décadas de avanço na integração e em um cenário histórico determinado.

A grande pergunta permanece: o que determina a decisão autônoma de um país de aderir a certo arranjo monetário internacional? A resposta a isto deve ser buscada acima de tudo na situação política e econômica da região que decide unir-se. Em seguida vem a escolha de um modelo institucional que sirva de base para a negociação entre os membros e o estabelecimento de um novo padrão econômico supra-nacional.

Uma vez firmando os países um acordo para a realização da coordenação macroeconômica e eventualmente de um novo arranjo monetário, motivações políticas e interesses diversos darão a tônica de seu comportamento durante as negociações.

Outra fase bastante delicada e indispensável é a da definição e criação de uma autoridade monetária capaz de cumprir todos os deveres tradicionais tornados mais complexos por serem supra-nacionais e deverem incorporar as especificidades dos sócios nacionais, de erigir uma credibilidade para a nova moeda e ainda garantir o funcionamento do sistema.

As etapas seguidas pela UE e o *timing* do processo de integração não precisam necessariamente ser replicados por outras tentativas de colaboração monetária. A definição de diretrizes macroeconômicas gerais é imprescindível mas depende, como foi visto para o caso europeu, de critérios por vezes mais políticos do que técnicos.

Os documentos das instituições oficiais européias sublinham sempre o caráter colegiado e o êxito das negociações. Embora os resultados concretos apontem para uma confirmação destes sucessos, deve-se salientar os traços mais marcantes do estabelecimento da união monetária, sobretudo para procurar neles alguns aspectos universais ou que possam ser replicados.

No caso da América Latina, existem características bastante específicas a serem consideradas: as economias da região devem definir suas posições relativas em um quadro de maior abertura comercial com várias negociações bilaterais ou acordos regionais de livre comércio; estes países realizaram uma primeira rodada de reformas econômicas estruturais mas ainda precisam garantir a estabilidade; vários países da região foram bastante afetados pelas turbulências financeiras desde 1994.

Este quadro geral aponta para a oportunidade de realizar um entendimento regional que permita aos países com as maiores economias do continente fortalecerem-se ao se associar e ampliar seu peso nas negociações com outras áreas econômicas. Além disso, uma coordenação macroeconômica na região poderia constituir-se em um fortalecimento adicional frente às reviravoltas financeiras internacionais.

2.2. A política cambial no processo de integração econômica

Características de regimes cambiais

Os países emergentes estiveram e estão confrontados com a questão da escolha ótima de um regime cambial que lhes permita intensificar os fluxos comerciais e desenvolver uma proteção maior contra os efeitos de contágio de crises financeiras. A este desafio, os países latino-americanos responderam nos últimos anos pela adoção de uma entre duas posições cambiais extremas, seja a dolarização ou a adoção de um *currency board*, seja a livre flutuação de suas moedas.

A história de inflações cronicamente elevadas na América Latina remete à questão sobre a capacidade das autoridades monetárias dos países da região de criar e garantir um arcabouço institucional que ao mesmo tempo permita uma condução equilibrada das políticas e imponha restrições ao comportamento destas mesmas autoridades econômicas.

Mishkin e Savastano (2001) acreditam que a definição de um ou outro modelo de política cambial é relativamente menos importante do que a solidificação institucional dos condutores da política monetária. Os autores argumentam que a seqüência bem

conhecida de política de curto prazo ou a contínua mudança de direção destas políticas é a fonte da instabilidade e baixa credibilidade dos regimes cambiais na região.

A alta mobilidade de capitais tem mostrado o quão frágeis podem ser os regimes cambiais intermediários – *target zones*, *pegged-but-adjustable exchange rates*, etc, cujo colapso foi observado na história recente. Este colapso é mais intenso do que em outros regimes cambiais mais extremos porque a segurança *ex-ante* conferida pelo câmbio estimula bancos e corporações a manter posições menos cautelosas (com maior exposição ao risco) tornando-os mais vulneráveis no momento das crises.

Sobram, conseqüentemente, as soluções extremas, as alternativas de livre flutuação ou de uma taxa rígida na forma de *currency board* ou dolarização. Assim, dado que os países devem situar-se entre estes dois extremos, é pertinente observar o padrão das zonas monetárias que permite determinar quem deve flutuar e quem deve dolarizar. No entanto, a aplicação direta das considerações contidas na teoria nem sempre se adequa diretamente à situação real. Questões fundamentais devem ser analisadas antes de se iniciar o debate sobre dolarização ou âncora cambial de outra espécie.

O debate consiste efetivamente em se definir se a dolarização pode ser um meio para atingir a estabilidade financeira, a estabilidade fiscal, e sobre o quanto isto seria um ativo adicional para o avanço de reformas econômicas. Este parece ter sido o mérito e o sucesso da solução utilizada pela Argentina na primeira metade dos anos 1990.

Porém, a experiência em todo o continente tem mostrado que as maiores dificuldades estão justamente quando se deve fazer a transição de um regime cambial para outro. Os desequilíbrios recentes mostraram que a região tem uma grande tarefa a empreender na tentativa de coordenação macroeconômica, uma possível resposta contra o aumento de vulnerabilidade e um instrumento para a solidificação das instituições nacionais e regionais.

Não se trata de discutir se reformas bancária, financeira, fiscal e do mercado de trabalho são pré-requisitos para a dolarização. Muitas economias que adotaram o dólar ou um *currency-board* o fizeram sem resolver anteriormente estes problemas estruturais e atingiram, já por definição, estabilidade cambial. Na realidade, a questão é de ordem

inversa: países como Argentina e Equador⁵³ que vincularam suas moedas ao dólar norte-americano o fizeram precisamente porque os problemas estruturais se revelaram intratáveis e para evitar que estes tivessem efeitos sobre o mercado cambial, que, desta forma, ficariam protegidos contra as oscilações bruscas.

Eichengreen (2001) propõe, mais especificamente, a indagação acerca do eventual estímulo da dolarização sobre as reformas econômicas e financeiras. A utilização da moeda de outro país só pode ser uma solução se ela ajudar na solução dos demais problemas econômicos. Caso contrário, ela é uma decisão arriscada e com pouco sentido econômico.

O comportamento dos bancos privados será determinado de acordo com a possibilidade ou não de eles contarem com a presença de um banco central emprestador de última instância. Os bancos em si e o conjunto do mercado não têm mais uma rede de segurança. Alguns defensores da dolarização interpretam desta maneira a crise da Turquia do início dos anos 2000: os bancos eram estimulados a tomar recursos de curto prazo em moeda estrangeira, ficando assim expostos ao risco de câmbio. Possivelmente a adoção de um regime de flutuação para o câmbio com intervenções pontuais do banco central eliminasse grande parte das incertezas neste caso.

O argumento em favor da dolarização é de que ela beneficia o desenvolvimento dos mercados financeiros e bancários domésticos. No entanto, a segurança contra a desvalorização da moeda não será um estímulo aos agentes para manter posições mais seguras e balanceadas no mercado e, portanto, não há razão para se esperar um desenvolvimento financeiro mais seguro: o *default* e a quebra permanecem sendo possibilidades concretas com a superexposição das instituições financeiras.

Como um exemplo alternativo para reflexão, é inevitável mencionar a unificação monetária européia. As moedas 'de segunda linha' foram eliminadas e a unificação deu lugar a economias de escala e de escopo. Este processo ampliou a liquidez dos mercados, o que permitiu às corporações européias financiar seus projetos de investimento de longo prazo com crédito também de longo alcance.

⁵³ Tendo em mente que ambas experiências são fundamentalmente distintas e ocorreram em contextos também diferentes da economia mundial.

No que tange à política fiscal, de certa maneira a dolarização pode oferecer-se como um forte instrumento para o saneamento das finanças públicas por reduzir ou eliminar a inflação e também pelo impacto subsequente sobre a dívida pública. Se os administradores públicos sabem que o déficit não será monetizado, têm então mais um motivo para gastar dentro das possibilidades orçamentárias. Ao mesmo tempo, com a queda da inflação, a despesa com juros sobre a dívida pública pode cair consideravelmente.

Em muitos países, a política fiscal não é executada por uma única autoridade centralizada. Em Estados federativos, é imprescindível a existência e respeito a um pacto sobre os gastos. Isto pode significar que a dolarização (ou outra modalidade de unificação monetária) funciona melhor em países cuja administração pública é centralizada.

No caso europeu, o Tratado de Maastricht teve que levar em conta as dificuldades de atingir as metas com autoridades nacionais não centralizadas, daí a necessidade da elaboração de uma rígida política de coordenação macroeconômica e de instrumentos como o pacto de estabilidade e crescimento entre os países participantes.

Retomando de uma forma geral, as conclusões de Eichengreen (2001), pouco pode ser definitivamente afirmado e comprovado sobre a dolarização:

- a literatura é inconclusiva acerca da relação entre câmbio fixo e crescimento econômico, que é determinado de forma mais evidente por outras variáveis como capital humano, desenvolvimento dos mercados e das instituições.
- como a taxa de câmbio é uma variável financeira, a relação mais plausível é entre dolarização e desenvolvimento dos mercados financeiros. A correlação pode ser espúria porque se tira do modelo o câmbio que fica invariável.
- a questão chave para as crises nacionais é se a dolarização pode ou não retardar as reformas econômicas. Neste ponto também não se tem uma relação suficientemente clara.

A experiência concreta de dolarização na América Latina e em especial na Argentina mostrou que a adoção de opções cambiais extremas (as *corner solutions*) sem um sólido arcabouço institucional que lhes dê suporte pode ser desastrosa.

A livre flutuação da moeda depende, para funcionar adequadamente, de que os fundamentos da economia estejam relativamente equilibrados mas carece sobretudo da existência de credibilidade institucional das autoridades monetárias. Sem um banco central firme e com autonomia de atuação, os efeitos especulativos dos movimentos de mercado podem levar a enormes estragos no sistema financeiro e acima de tudo no setor produtivo da economia.

Os efeitos destas turbulências sobre o comércio internacional são também consideráveis. Um regime de câmbio rígido que sobrevalorize a moeda influi diretamente sobre sua competitividade, ao passo que os eventuais ganhos nas contas comerciais derivados de uma política de depreciação nem sempre compensam as perdas que representam em termos de desestruturação das economias domésticas e elevação de preços.

A observação dos índices da taxa de câmbio de países selecionados ilustra um comportamento desordenado dos valores das moedas nacionais dos países da América Latina, conforme mostra a tabela abaixo. É possível explicar a evolução destes dados à luz da história econômica recente de cada um dos países.

Tabela 3.4. América Latina: Índices da taxa de câmbio efetiva das importações ^a
(Índices 2000=100)

	Argentina	Bolívia	Brasil	Chile	Colômbia	Equador	México	Paraguai	Uruguai	Venezuela
1993	105,2	103,1	82,4	111,1	107,3	68,4	100,3	100,1	123,4	181,7
1994	104,4	108,7	82,5	107,3	87,2	65,8	103,0	94,1	112,9	189,0
1995	110,4	111,1	73,4	100,2	85,6	67,2	152,1	92,9	107,8	149,5
1996	112,5	104,3	69,0	97,1	79,2	68,2	135,5	89,6	107,1	178,5
1997	109,2	102,4	68,1	91,2	74,6	66,1	117,7	88,3	105,1	139,1
1998	106,8	98,3	71,4	93,9	80,2	65,1	117,9	98,2	104,6	114,5
1999	99,4	97,2	107,6	98,7	91,1	89,3	108,2	96,3	98,0	102,4
2000	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2001	95,6	101,3	119,1	111,8	102,4	69,7	92,9	103,4	102,1	94,0
2002	227,3	96,8	125,4	106,5	102,4	61,3	92,1	105,7	115,1	121,6

Fonte: CEPAL, sobre base de dados do FMI.

a/ Corresponde à média dos índices da taxa de câmbio oficial real da moeda de cada país em relação às moedas dos principais parceiros comerciais, ponderada pela importância relativa das importações para estes países.

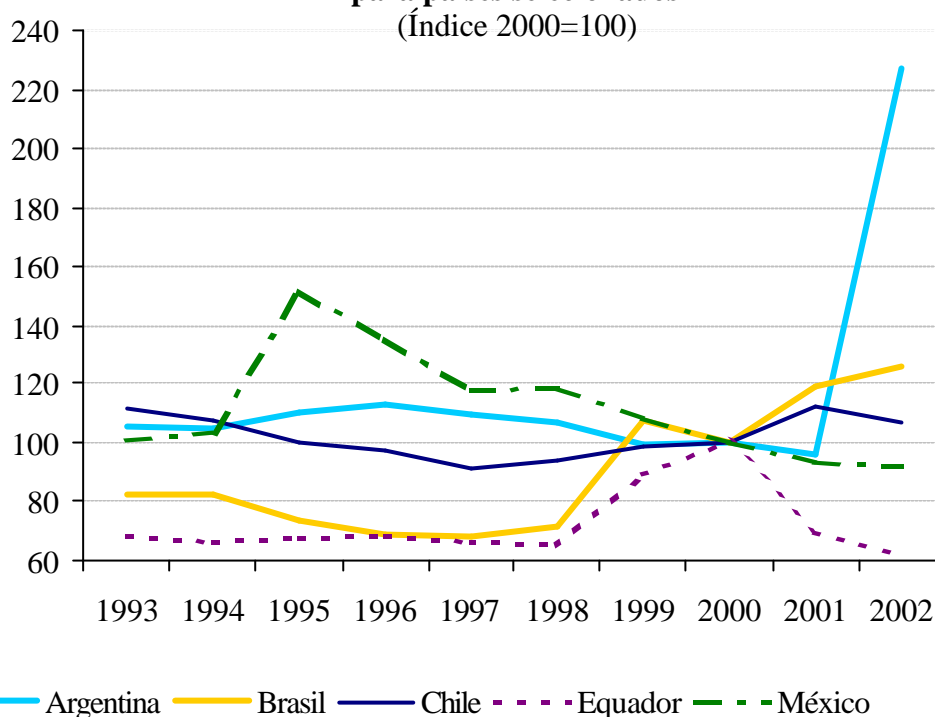
As ponderações correspondem à média do período 1995-98 até 1999; desde 2000, as ponderações correspondem às importações do ano.

2002: média entre janeiro e outubro.

De maneira geral, as grandes variações desde a segunda metade dos anos 1980 está relacionada com os fortes processos inflacionários vividos por estes países e pelas estratégias de estabilização dos preços posta em prática com mais vigor (e maior sucesso) durante a década seguinte.

Vê-se claramente com a ajuda do gráfico abaixo: a relativa estabilidade do peso argentino enquanto durou o currency board até 2001; a sobrevalorização do real até 1999; a desvalorização do peso mexicano em 1994 em decorrência da crise no país e o rumo do ajuste realizado. Em termos comparativos, a estabilidade do peso chileno também pode ser observada. Chama a atenção a ausência de movimentos similares entre os países considerados.

Gráfico 3.1: Evolução do índice do câmbio efetivo de importações para países selecionados



Fonte: CEPAL, sobre base de dados do FMI

As oscilações da moeda equatoriana (sucre e sucre-dólar) são bastante interessantes a notar, lembrando a dolarização implementada pelo país no início de 2000. Como freqüentemente acontece, a dolarização no Equador foi precedida por um intenso período inflacionário e por uma forte desvalorização nos meses anteriores a sua adoção.

O objetivo do Equador, como o de outros países que realizaram política similar, foi a estabilização. No entanto, o contexto da economia mundial e dos fluxos de capital para a América Latina no momento em que a dolarização foi adotada era muito distinto do cenário no qual aconteceu a conversibilidade argentina. Ademais, os primeiros períodos da dolarização têm sido marcados por um realinhamento às vezes complicado dos preços relativos. As muitas reformas estruturais ainda estão por ser feitas, o que dificulta no médio prazo uma transformação no estágio de competitividade da economia do país.

As crises latino-americanas dos anos 1990 tiveram no dilema cambial uma característica comum. Grande parte dos países encontrava-se em pleno processo de consolidação do processo antiinflacionário, muitas vezes vinculado a uma ancoragem cambial. Após a eclosão da crise financeira na Ásia em 1997, foi preciso tomar decisões quanto à

condução do câmbio. A partir de então o debate sobre a escolha de regimes cambiais ótimos foi retomado na América Latina.

As diferentes formas que pode assumir uma estreita vinculação das moedas nacionais ao dólar, embora tenham sido opções de sucesso em políticas de combate à super-inflação, vão demonstrando ter um prazo de validade ao fim do qual a perda considerável do espaço de atuação das autoridades nacionais na condução da política econômica passa a ser um custo elevado demais para a manutenção do regime cambial.

**Tabela 3.5: América Latina e Caribe:
Indicadores das contas de capitais e financeira do balanço de pagamentos**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ^{1/}
Balanço de conta corrente	-34,2	-45,1	-51,4	-36,7	-38,6	-64,8	-88,0	-55,7	-46,3	-51,3	-15,9
Balanço da conta de capitais e financeiro ^{2/}	49,1	61,4	42,3	29,8	66,8	85,6	69,7	43,9	61,0	33,0	-1,4
Balanço global	14,9	16,3	-9,2	-6,9	28,2	20,8	-18,3	-11,8	14,7	-18,4	-17,2
Reservas e partidas conexas	-14,9	-16,3	9,2	6,9	-27,9	-20,3	18,3	11,8	-15,0	18,4	17,2
Reserva de ativos ^{3/}	-22,7	-21,1	4,8	-23,2	-26,8	-16,3	9,4	5,9	-7,3	1,2	2,5
Créditos do FMI e financ. excepcional	7,8	4,9	4,4	30,1	-1,1	-4,0	8,9	5,9	-7,7	17,2	14,8

(bilhões de dólares)

Fonte: CEPAL, sobre base de dados oficiais e do FMI. *Balance Preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2002*.

1/ Dados preliminares 2/ Inclui erros e omissões. 3/ Sinal negativo indica aumento das reservas de ativos.

Os números para a região analisada em conjunto mostram a amplitude do déficit em transações correntes durante toda a década de 1990. Os movimentos de capital financiaram este déficit, com exceção de alguns anos que se pode identificar bastante bem com crises financeiras em países emergentes (1995, pós-crise do México; 1998, pós-crise asiática). No caso da crise russa de 1998 e da desvalorização do real em 1999, sabemos que os mercados financeiros internacionais já haviam buscado fórmulas de proteção mais eficientes contra as turbulências e a recuperação dos fluxos foi menos traumática.

É possível observar também uma ruptura a partir de 2001, motivada especialmente pela crise argentina e seus impactos sobre o Brasil. Nos dois últimos anos, a entrada de capitais voluntários na região foi insuficiente para financiar o déficit em transações correntes e recorreu-se aos empréstimos juntos às organizações internacionais.

A volatilidade dos fluxos de capital para a América Latina

Uma das explicações para a volatilidade dos fluxos de capital é a de que o desenvolvimento da tecnologia de informações agiliza as saídas e entradas de recursos. Porém ela não basta para entender a vulnerabilidade dos países emergentes. Há também uma contradição importante entre a escala dos capitais de investidores institucionais vis-à-vis as dimensões dos mercados latino-americanos que os acolhem. Essa assimetria acentua os impactos dos movimentos de capital sobre estas economias.

Um segundo fator seria a relação risco/recompensa com a qual trabalham as instituições administradoras destes fundos. Para manter uma remuneração ou uma boa média, estas instituições deixam e saem dos mercados com muita facilidade.

Há ainda um outro fator que consiste nas relações 'frouxas' entre os investidores e os tomadores finais destes recursos. Evidentemente, os investidores são bastante sensíveis às variações de preço dos ativos e mudam facilmente sua posição. Ademais, os diferentes participantes destes mercados têm estratégias muitas vezes correlacionadas, o que facilita o movimento de 'manada' (*herd behavior*) em momentos de crise. Esta característica, combinada com as assimetrias entre o tamanho das economias latino-americanas e a escala dos ativos globais negociados, abre a possibilidade de que a volatilidade dos capitais seja ainda maior no futuro. Por isso, são muito discutidas medidas de salvaguarda nacionais e internacionais.

O Novo Acordo de Capitais, conhecido como o Acordo de Basiléia II, posto em discussão e em prática por iniciativa do Banco de Compensações Internacionais (BIS-*Bank of International Settlements*), é um conjunto de regras de harmonização da supervisão bancária cuja adoção tem sido incentivada desde a crise asiática de 1997. Sem entrar na discussão dos critérios técnicos propostos, a tônica das recomendações está em estabelecer uma maior supervisão sobre a atuação dos intermediários

financeiros internacionais através do constante acompanhamento dos riscos, da adequação do capital destas instituições a suas operações de mercado. Soma-se às medidas de controle a busca de inserir maior transparência e disciplina aos mercados.

As maiores economias latino-americanas atuaram no mercado de títulos internacional no decorrer dos anos 1990 e mudaram o patamar dos volumes de recursos captados, como se pode ver nos dados abaixo.

Tabela 3.6. América Latina e Caribe: Emissões internacionais de títulos ^{a/}
(milhões de dólares)

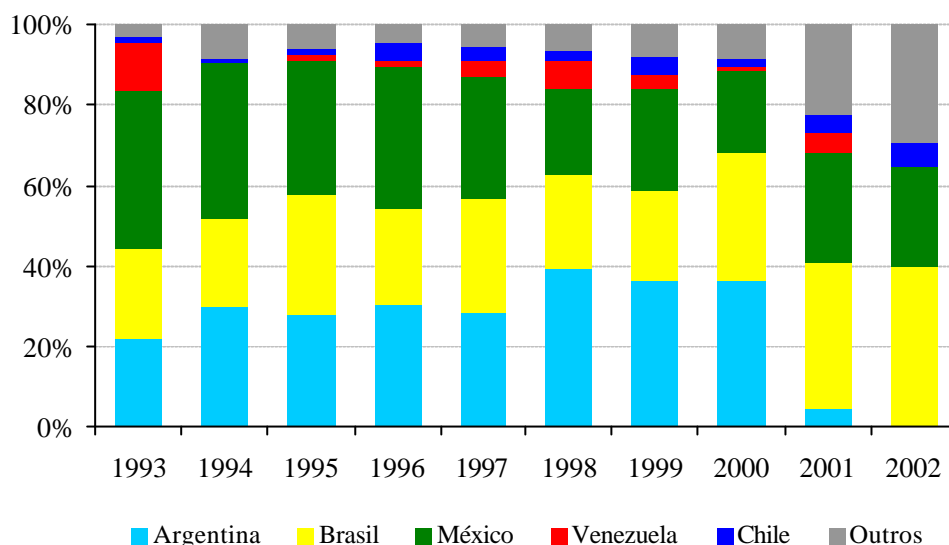
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ^{b/}
América Latina	7.192	12.577	28.794	17.941	23.071	46.915	52.003	39.511	38.707	35.615	33.579	16.237
Argentina	795	1.570	6.308	5.319	6.354	14.070	14.662	15.615	14.183	13.025	1.501	-
Brasil	1.837	3.655	6.465	3.998	7.041	11.545	14.940	9.190	8.586	11.382	12.239	6.475
Chile	200	120	322	155	300	2.020	1.800	1.063	1.764	680	1.536	964
Colômbia	-	-	567	955	1.083	1.867	1.000	1.389	1.676	1.547	4.263	1.000
Costa Rica	-	-	-	50	-	-	-	200	300	250	250	250
Equador	-	-	-	-	10	-	625	-	-	-	-	-
El Salvador	-	-	-	-	-	-	-	-	150	50	354	1.252
Guatemala	-	-	60	-	-	-	150	-	-	-	325	-
Jamaica	-	-	-	55	-	-	225	250	-	421	691	300
México	3.782	6.100	11.339	6.949	7.646	16.353	15.657	8.444	9.854	7.078	9.232	4.066
Paraguai ^{c/}	-	-	-	-	-	-	-	-	400	-	-	-
Perú	-	-	30	100	-	-	250	150	-	-	-	1.430
República Dominicana	-	-	-	-	-	-	200	-	-	-	500	-
Uruguai	-	100	140	200	211	145	479	550	350	443	1.106	400
Venezuela	578	932	3.438	-	356	765	2.015	2.660	1.215	489	1.583	-

Fonte: CEPAL com base em FMI, Departamento de Estudos, Divisão de mercados emergentes.

a/ Emissões brutas b/ Dados preliminares. c/ Informações oficiais.

Chama a atenção nas estatísticas acima o vigor da absorção de poupança externa pela Argentina desde o início do Plano de Conversibilidade em 1991. Movimento similar acontece com o Brasil, embora em escala relativamente mais reduzida, a partir do lançamento do Plano Real em 1994. Já no caso mexicano, o elevado volume de colocação de títulos no mercado internacional relaciona-se especialmente com o forte movimento de abertura de sua conta de capitais e por sua participação na área de livre comércio da América do Norte.

Gráfico 3.2. América Latina e Caribe: Emissões internacionais de títulos
(distribuição por países emissores %)



Fonte: CEPAL- Dados de Tabela 3.6 – Elaboração própria.

O gráfico acima ilustra o peso relativo dos países com maiores economias também com relação à emissão de títulos. Somados Argentina, Brasil e México foram responsáveis por emissões superiores a 85% do total durante a década de 1990, para apresentar uma queda considerável em 2001 e 2002 (91,2% em 1995; 88,4% em 2000; 68,4 em 2001, e 64,9% em 2002).

Os estatísticas mostram a boa aceitação destes papéis pelo mercado financeiro internacional até 2000. Vê-se também que, ao longo da década, o México foi tendo sua participação diminuída, enquanto Brasil e Argentina aumentaram as fatias recolhidas no mercado em função da deterioração de sua conta de transações correntes o que, de certa forma, contribuiu para o aumento de suas respectivas vulnerabilidades.

Com o "desaparecimento" da Argentina deste mercado nos últimos anos, outros países latino-americanos tiveram sua parte aumentada, como a Colômbia e Uruguai, por exemplo.

**Tabela 3.7. Países selecionados da América Latina:
condições das emissões internacionais de títulos**

	1996	1997	1998	1999	2000 a/
A. Prazo de vencimento dos títulos (anos)					
Região	7,8	15,4	8,5	6,9	9,9
Argentina	9,2	13,5	10,6	7,5	11,8
Brasil b/	6,5	16,5	7,9	5,3	10,9
Chile	7,3	35,6	11,0	9,7	6,1
Colômbia	6,9	15,0	7,9	7,5	11,2
México	7,4	9,4	9,1	10,0	7,4
Uruguai	-	30,0	5,0	10,0	7,7
Venezuela	7,0	30,0	20,0	...	5,0
B. Diferencial					
(Diferença de rendimentos entre os títulos emitidos e os do Departamento do Tesouro dos Estados Unidos para prazos similares, 100 pontos equivalem a 1%).					
Região	370	285	500	585	503
Argentina	383	298	441	588	574
Brasil b/	358	327	541	646	562
Chile	86	96	235	269	250
Colômbia	188	140	409	563	626
México	393	263	329	413	275
Uruguai	-	135	345	309	-
Venezuela	440	325	780	770	-

Fonte: CEPAL, sobre base de dados oficiais e do Banco Mundial.

a/ Estimativas preliminares. b/ Inclui condições de operações autorizadas, não necessariamente realizadas.

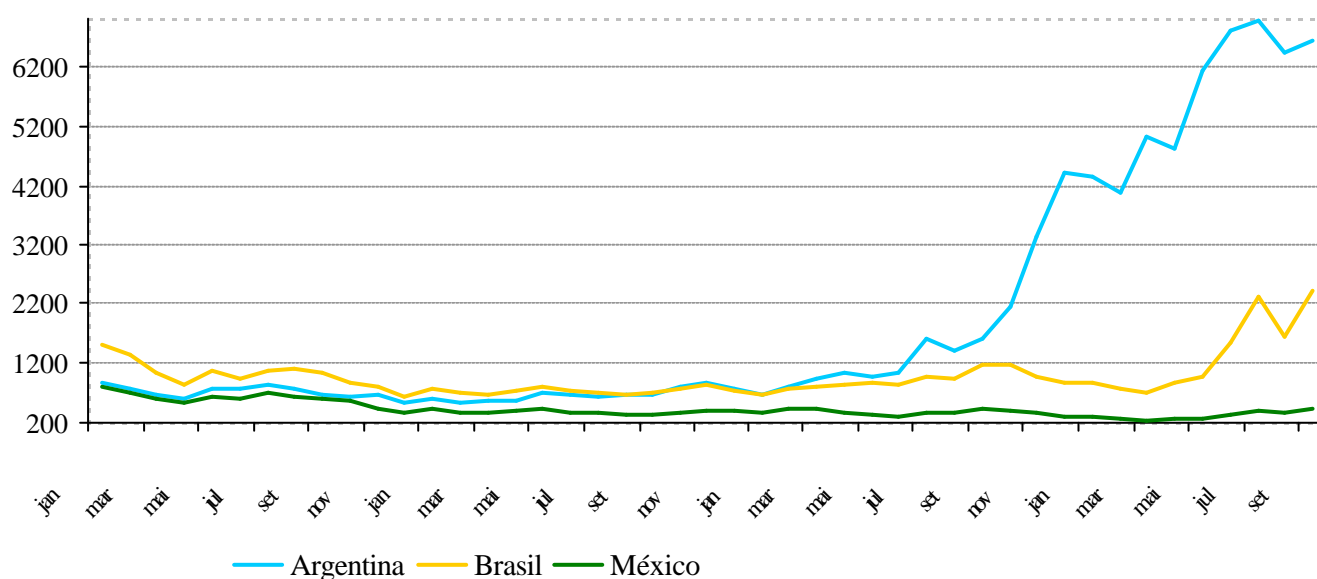
As condições das emissões de papéis pelos países latino-americanos ilustram acontecimentos financeiros já descritos durante os anos 1990. Inicialmente, percebe-se um alongamento dos prazos dos títulos negociados de 1996 para 1997, resultado dos processos de estabilização e da presença de liquidez nos mercados para os países emergentes, antes da eclosão da crise asiática no segundo semestre de 1997, quando ocorreu um encurtamento de prazos. Tal tendência se manteve em 1998 e 1999 e foi apenas em 2000 que um alongamento pôde ser observado. De todas as maneiras, a volta das turbulências em 2001 e 2002 reverteu o processo mais uma vez.

No que tange ao diferencial de rendimento sobre os títulos norte-americanos (medida do risco), é possível perceber-se claramente um aumento do risco que acompanha os

movimentos acima descritos mas ainda um componente político adicional evidenciado, por exemplo, quando se observa a subida do risco na Venezuela, concomitante com a instabilidade política no país. O mesmo raciocínio se aplica à Colômbia, enquanto para Brasil e Argentina a piora do risco está (nos anos contemplados pela tabela 3.7) ligada a uma percepção da deterioração da situação macroeconômica, especialmente na Argentina em um prenúncio de crise que conduziria a uma quebra dos compromissos externos do país.

Este fenômeno pode ser visto de maneira eloqüente pela evolução dos indicadores de risco da Argentina e do Brasil, como ilustrado no gráfico abaixo.

Gráfico 3.3. Índices de risco (EMBI+)^{a/}



Fonte: International Financial Statistics, FMI.

a/ Emerging Markets Bond Index

Tabela 3.8. América Latina: Evolução das taxas de juros reais ^{a/}

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Argentina								
Passivas	0,5	3,8	8,2	7,1	6,4	6,6	9,4	9,4
Ativas	3,1	5,7	14,0	10,3	8,7	9,6	12,4	12,2
Bolívia								
Passivas	12,6	9,8	7,9	5,9	9,5	4,8	9,9	6,1
Ativas	41,8	44,3	37,1	38,6	43,3	30,7	32,5	28,7
Brasil								
Passivas	88,2	40,7	-11,8	9,8	17,8	24,1	19,8	10,5
Ativas	209,3	122,2	10,3	27,5	38,2	50,8	49,1	30,0
Chile								
Passivas	4,9	3,3	5,1	5,7	5,6	9,5	5,1	5,2
Ativas	10,3	8,0	9,2	9,3	9,0	14,5	9,0	10,5
Colômbia								
Passivas	2,8	5,0	9,6	8,8	4,8	11,7	9,2	2,7
Ativas	10,9	14,2	17,4	17,8	13,3	19,8	17,4	15,7
Equador								
Passivas	-9,6	4,9	16,6	13,9	-2,3	2,6	-2,0	-43,3
Ativas	1,2	13,0	26,6	24,3	9,5	10,3	7,9	-38,9
México								
Passivas, 1 mês	8,0	8,0	8,6	-2,6	-1,4	4,5	2,6	3,8
Ativas	11,2	12,5	19,3	1,3	3,1	11,1	7,9	8,0
Paraguai								
Passivas	3,3	2,1	6,9	6,7	5,6	4,6	12,1	7,0
Ativas	10,7	12,3	18,2	20,1	19,4	17,1	21,9	16,4
Peru								
Passivas	-22,6	-11,4	-1,3	-1,2	1,6	3,4	7,9	5,3
Ativas	29,9	24,9	22,5	17,9	20,5	23,6	30,3	24,7
Uruguai								
Passivas	-9,7	-5,5	-3,0	-0,4	-0,3	3,8	8,1	7,0
Ativas	27,9	34,5	39,7	48,8	42,9	42,4	45,8	42,3
Venezuela								
Passivas	12,1	-11,1	-22,1	-35,3	-24,4	0,2	-2,7	-1,3
Ativas	17,1	-1,7	-13,1	-29,1	-19,4	6,8	6,0	6,9

Fonte: CEPAL, sobre base de dados oficiais e do FMI.

a/ Taxas nominais deflacionadas pela variação dos preços ao consumidor em igual período. Taxas de captação e aplicação respectivamente.

A partir da mesma linha de argumentação é possível verificar que as taxas de juros reais na América Latina apresentaram um movimento ascendente especialmente desde 1997 (no caso argentino, este fenômeno já se inicia em 1994 desde a crise do México) e situam-se em patamares bastante elevados, como se vê na tabela acima.

Obviamente, a vulnerabilidade externa ditada pelos elevados déficits em transações correntes obriga grande parte dos países latino-americanos a praticar altas taxas de juros, como forma de atrair capitais, ao mesmo tempo em que se torna um forte obstáculo ao crescimento destas economias. A relação entre atração de poupança externa e benefícios ao crescimento é bastante complexa em todos os países emergentes e também na América Latina.

O movimento das taxas de juros mostra adicionalmente que não é possível depreender dos dados uma tendência geral no continente ou um padrão mais ou menos estável. O comportamento bastante oscilatório do custo do crédito e o elevado *spread* que se observa em quase todos os países é mais uma comprovação da instabilidade e da inexistência de um fluxo contínuo e duradouro de concessão de crédito no continente.

2.3. Crises financeiras na América Latina

Há um grande número de experiências comuns entre os países latino-americanos relacionadas com o desempenho de suas contas financeiras no período recente, a começar pelo quadro contextual de políticas antiinflacionárias, passando pela incorporação e adesão (em graus diferentes segundo os países) a um profundo movimento de liberalização financeira em todo o mundo, mas com características especiais nos países emergentes.

Esta coincidência na evolução dos sistemas financeiros na região aponta para um movimento de interdependência financeira entre os países com maiores economias na América Latina.

O Chile é com frequência o contra-exemplo dos problemas econômicos latino-americanos. Sendo uma economia relativamente pequena e bastante aberta, sua flexibilidade de adaptação diante de crises é também considerável. Ao longo de várias décadas o país experimentou diferentes regimes cambiais. Nos anos 1990 optou por um sistema de metas de inflação combinado com a flutuação cambial no sistema de bandas. A prioridade foi durante a década manter as metas de inflação e a partir de 1999, o país optou pela flutuação do peso.

Isto aconteceu devido aos fortes impactos sobre a economia chilena das crises de 1997 e 1998 que deterioraram os termos de troca do país, que, ao mesmo tempo sofreu com a queda das exportações para a Ásia. A adoção do câmbio flutuante, embora tenha enfrentado alguns obstáculos pela maior exposição do país às mudanças de preços relativos, foi um caminho quase que natural.

Apesar de sua posição de maior estabilidade, o Chile sofre também os impactos da desconfiança dos capitais internacionais com relação aos mercados latino-americanos.

Outro indicador da confiança dos agentes de mercados no desempenho das economias latino-americanas é a evolução dos preços negociados em seus mercados de capitais. Os dados da tabela abaixo mostram uma nítida deterioração dos preços das bolsas de valores na região nos últimos dez anos.

A crise de confiança que assolou o Brasil em 2002 levou o preço das bolsas no país a um patamar inferior ao de 1993, portanto ao período anterior ao Plano Real. A evolução dos preços para a América Latina em conjunto explica-se de forma substantiva pelo comportamento dos mercados brasileiro e argentino.

Tabela 3.9. Índices de preços em dólares das bolsas de valores
(Índice: junho de 1997=100)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
América Latina	77,4	76,2	62,5	72,5	90,6	56,0	88,0	74,6	63,5	52,8
Argentina	84,9	63,6	69,1	82,1	96,3	68,9	91,9	68,9	33,4	21,8
Brasil	38,2	64,0	49,8	64,9	78,3	44,9	75,0	68,7	46,9	32,6
Chile	67,8	95,8	93,0	77,0	79,6	55,7	75,4	64,8	59,6	50,4
México	156,0	91,1	66,5	77,3	114,1	69,5	125,4	99,8	102,9	97,0

Fonte: CEPAL sobre base de dados da International Financial Corporation – Banco Mundial.

É também interessante notar que, especialmente a partir de 1997 (portanto da crise financeira na Ásia) os preços nos mercados de capitais brasileiro, argentino e chileno apresentam tendências de evolução similar, embora em patamares de preços distintos. Este fenômeno demonstra a vinculação destes mercados uns aos outros, sobretudo aos

olhos dos grandes investidores, a despeito do Chile, por exemplo, ser muito menos afetado pelas crises internacionais.

Cabe ainda analisar brevemente outros aspectos das crises financeiras, algumas experiências nacionais a fim de completar o esboço sobre a difícil situação latino-americana que teve início em meados dos anos 1990 e persiste até o presente.

Crises: seus custos não se medem apenas em moeda estrangeira

Até aqui foram tratados com mais atenção os elementos externos das crises financeiras. Evidentemente, em um mundo com mercados liberalizados as conexões são diretas entre a economia doméstica e o resto do mundo. Déficits externos podem também ser financiados em mercados nacionais por investidores domésticos ou estrangeiros. Em alguns países latino-americanos e, muito especialmente, no Brasil um pilar da política de estabilização foi o aumento do endividamento interno do setor público. Os limites desta política são bem conhecidos pelos mercados e podem conduzir ao aumento da percepção de risco do país, causando estrondoso desequilíbrio em toda a estrutura econômica.

Dados publicados pelo BIS e organizados pelos FMI mostram este fenômeno de forma bastante cristalina. Para o conjunto dos países emergentes observa-se uma tendência contínua de aumento da relação títulos domésticos sobre o PIB. Na América Latina, a relação mais do que duplica entre 1993 e 2001, fenômeno estimulado pelo aumento da dívida interna brasileira, como mostram os números da tabela abaixo.

**Tabela 3.10. Países emergentes selecionados: Mercados de títulos domésticos
(em % do PIB)**

		1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Mercados Emergentes	Títulos domésticos	19,4	22,9	24,3	25,8	24,2	32,1	33,5	33,2	35,6
	Setor público	12,2	13,3	13,8	15,3	15,9	20,2	21,8	22,0	23,7
	Instituições financeiras	4,5	6,8	7,3	7,0	5,8	8,0	7,0	6,5	6,9
	Setor corporativo	2,6	2,9	3,2	3,5	2,6	4,1	4,7	4,7	5,0
América Latina	Títulos domésticos	15,0	20,9	23,4	26,4	28,8	31,8	31,3	29,6	32,3
	Setor público	12,0	13,7	15,8	19,3	21,7	23,0	24,6	23,8	26,2
	Instituições financeiras	2,3	6,5	7,1	6,5	6,0	7,7	5,4	4,4	4,5
	Setor corporativo	0,7	0,6	0,5	0,6	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5
Argentina	Títulos domésticos	9,7	12,3	10,6	11,5	12,6	14,0	15,8	17,4	14,9
	Setor público	7,9	9,5	8,4	8,5	8,4	9,4	10,8	12,5	10,2
	Instituições financeiras	0,9	1,7	1,1	1,7	2,3	2,3	2,3	2,3	2,0
	Setor corporativo	0,8	1,1	1,2	1,3	1,9	2,4	2,6	2,6	2,7
Brasil	Títulos domésticos	17,7	31,7	32,9	38,2	42,6	49,6	55,5	50,0	61,4
	Setor público	13,3	18,6	21,3	28,0	32,7	36,4	45,1	41,9	51,8
	Instituições financeiras	4,4	13,1	11,5	10,1	9,4	13,0	10,0	7,8	9,3
	Setor corporativo	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	0,3	0,4	0,4	0,3
Chile	Títulos domésticos	37,2	43,9	39,7	42,6	44,2	42,6	45,2	46,6	48,3
	Setor público	26,0	30,0	26,2	27,8	29,1	26,6	27,9	28,3	28,4
	Instituições financeiras	6,9	9,4	10,0	11,7	12,8	13,1	13,7	13,3	13,8
	Setor corporativo	4,3	4,4	3,3	3,0	2,3	2,9	3,6	4,8	6,0
México	Títulos domésticos	12,3	8,8	7,7	7,3	9,6	8,9	11,8	12,5	14,4
	Setor público	11,1	7,7	6,3	5,7	7,9	7,1	9,6	10,1	12,1
	Instituições financeiras	0,1	0,6	0,8	1,0	0,7	0,6	0,9	0,8	0,8
	Setor corporativo	1,0	0,6	0,6	0,5	1,0	1,2	1,3	1,5	1,5

Fonte: BIS e estimativas do FMI *Global Financial Stability Report. Market Development and Issues*. Washington, Sept. 2002

Argentina

Depois de um processo inflacionário crônico de trinta anos, o Plano de Conversibilidade argentino lançado em 1991 logrou interromper a trajetória de hiperinflação. Além do aspecto monetário do plano constituído pela vinculação por lei do valor do peso ao do dólar norte-americano, o plano contemplou um conjunto de ingredientes que conduziram a uma reformulação profunda da estrutura econômica, sobretudo no que diz respeito à participação estatal na economia. As reformas consistiram em aprofundamento do programa de privatizações, liberalização dos mercados, abertura comercial.

A primeira fase do Plano de Conversibilidade durou até 1997 e foi marcada pelo sucesso do programa antiinflacionário, por crescimento econômico superior à maioria dos países do continente, por um apoio financeiro internacional que permitiu a renegociação dos débitos com o exterior e a contratação de novos empréstimos e por uma aceleração nas privatizações.⁵⁴

Intensa e extensa abertura financeira acabou por fechar ainda mais as possibilidades de manobra na condução da política econômica. Enquanto houve liquidez a situação pode ser administrada de diversas maneiras.

Como conseqüências da opção monetária, a Argentina passou então a conviver com os problemas clássicos da sobrevalorização: perda de competitividade das exportações e uma tendência crônica a déficit em transações correntes. A dependência com relação ao influxo de capitais externos ao país é decorrência direta deste quadro e agravada por um aumento do endividamento diretamente denominado em dólares por parte dos agentes econômicos. A conversibilidade só pode ser mantida, neste sentido, às custas de um crescente endividamento externo. Perdida toda a autonomia sobre a política monetária e cambial, o país sofreu profundamente os efeitos das crises nos outros países emergentes e, portanto, do sumiço de liquidez, particularmente quando chegou a vez do Brasil sair do regime de câmbio semifixo.

O fim da conversibilidade em 2001 levou ao quase completo desmoronamento da economia argentina: crise bancária, total paralisação das atividades produtivas, desemprego, desagregação do tecido social, bem como enorme dificuldade em montar uma rede de estruturação política.

Historicamente a Argentina não foi capaz, a despeito dos avanços institucionais realizados na década passada a serem discutidos mais abaixo, de constituir um setor financeiro com credibilidade e flexibilidade para responder a choques externos e/ou a mudanças bruscas nas variáveis macroeconômicas. A liberalização se, por um lado, respondeu a anseios da comunidade internacional na aurora da década de 1990,

⁵⁴ Bernal-Meza (2001) comenta, citando vários autores argentinos que as privatizações teriam dado origem a uma maior concentração da propriedade e da riqueza no país.

potencializou a dificuldade de condução da política econômica especialmente quando a autonomia sobre a moeda fugiu do controle dos governantes.

A ruptura completa do quadro econômico no caso argentino não permite o adiamento da reestruturação do setor público. O preço interno da crise é de difícil mensuração, particularmente quando a impossibilidade de acesso ao crédito pelo setor público se estabelece. Nas condições atuais é extremamente complicado conduzir qualquer política econômica em um contexto de flutuação cambial e a volta à dolarização, mesmo se informal, seria uma temeridade do ponto de vista político, além do comprometimento econômico que poderia representar.

A tarefa do governo argentino é de constituir no futuro muito próximo (antes das eleições previstas para o primeiro trimestre de 2003) alguma forma de governabilidade econômica que permita ao país retomar uma rota a caminho da normalidade. Independente do grau e da qualidade do apoio que o país venha eventualmente a conseguir do governo norte-americano e dos organismos financeiros internacionais, o relançamento e a solidariedade dentro e a partir do Mercosul podem ser instrumentos de primeira importância na atual trajetória do país.

México

A economia mexicana começou um profundo processo de reformas econômicas desde meados dos anos 1980. O sentido geral destas reformas foi o abandono de um modelo econômico voltado para dentro no bom e velho estilo da substituição de importações, comum a todo a região. Assim como em vários países, as reformas pautaram-se por uma progressiva diminuição da participação estatal na vida econômica. A grande crise do México teve origem com a queda dos preços do petróleo e a elevação das taxas de juros internacionais em 1982, fenômenos que apontaram para o fim da vigência do modelo precedente e conduziram o conjunto dos países da América Latina a uma situação de marginalização no sistema financeiro internacional.

As reformas transformaram o México em um país extremamente aberto à participação estrangeira e conduzido pela performance do setor privado em busca de ganhos de competitividade para conquistar espaços no mercado mundial. A abertura financeira no

México não foi tão radical quanto na Argentina, embora tenha sido bem mais ampla do que a brasileira. Os capitais estrangeiros passaram a ser autorizados a realizar operações com títulos públicos desde o início dos anos 1990. Não residentes puderam, ademais, participar do mercado de capitais mexicano através da criação de um tipo de papel de acordo com o qual o investidor comprava ações de empresas e recebia os rendimentos destes papéis, sem, no entanto, adquirirem o direito de propriedade.⁵⁵ Outras regras abriram cada vez mais a possibilidade de que investidores estrangeiros pudessem operar em todos os mercados financeiros do país. Ao mesmo tempo depósitos em moeda estrangeira passaram a ser autorizados.

Até a crise de 1994, o México absorveu um volume substancial de capitais externos, especialmente sob a forma de títulos públicos comprados por estrangeiros. Os investimentos de *portfolio* chegaram a representar 60% dos fluxos de capital para o país nos quatro primeiros anos da década. Estes investidores externos foram trocando papéis denominados em pesos por outros vinculados ao dólar, com prazos de vencimento mais curtos.

A decorrência direta de um processo desta natureza é a de um enorme aumento da vulnerabilidade do país que, aliado a recorrentes déficits em conta corrente do balanço de pagamentos, faz com que a rolagem dos títulos seja cada vez mais difícil e o prêmio de risco demandado pelos investidores cada vez mais alto. Do lado real, a economia mexicana apresentou no período 1989-1994 um crescimento débil ou mesmo uma estagnação do produto, absorvendo importantes volumes de bens importados, sem proceder a uma substancial reforma de seu parque produtivo.

O crescente endividamento interno do setor público foi motivado também por uma política monetária de juros elevados que possibilitasse ao governo retirar de circulação o excesso de moeda ingressado no país pela conta de capitais. Segue-se daí o movimento claro de uma perda de confiança no governo e da crença em um *default* inevitável que leva diretamente à corrida contra a moeda nacional. Diante de um volume de reservas insuficiente, o governo mexicano precisou adotar a livre flutuação do peso.

⁵⁵ Freitas e Prates (2002)

A recuperação do país veio apoiada em um pacote de ajuda externa, notadamente do governo norte-americano e em uma integração cada vez mais profunda no bloco da América do Norte (Nafta). Apesar das taxas de crescimento terem apresentado uma boa recuperação na segunda metade dos anos 1990, não se pode dizer que o México tenha dado um salto qualitativo em sua estrutura produtiva doméstica. Persiste o grande desafio da formação de capital, como um pilar para um desenvolvimento sustentado do país.⁵⁶

Brasil

Assim como seus vizinhos do continente, o programa de estabilização brasileiro foi fundamentado em uma política de rigidez cambial e utilização da dívida pública bastante temeroso. A trajetória "explosiva" do endividamento público brasileiro tem sido denunciada desde o início do Plano Real. Os passos bem conhecidos da política econômica do período levaram a um crescimento acentuado da dívida pública com relação ao Produto Interno Bruto.

A transição para a flutuação cambial foi bastante bem conduzida e o país empreendeu esforços de saneamento fiscal importantes nos últimos dois anos. O apoio do FMI garantiu o manejo tranqüilo da política econômica – com o recurso à persistência do endividamento interno, bem entendido.

O episódio atual de descontrole dos movimentos do câmbio no Brasil tem características peculiares se comparado às crises da segunda metade dos anos 1990. Essa afirmação não procura abrandar a gravidade da situação macroeconômica brasileira mas apenas apontar para o fato de que os fundamentos da economia não apresentaram nos últimos meses uma deterioração muito mais profunda nem tampouco uma evolução que já não fosse previsível pelos operadores dos mercados.

O desempenho da economia mundial tem influência direta na formação da percepção dos mercados com relação ao Brasil. O fraco desempenho das economias dos países industrializados, os problemas de fraudes em grandes companhias norte-americanas não

⁵⁶ Para um estudo detalhado da formação de capital e do desempenho dos investimentos estrangeiros no México, ver Mattar et alli. (2002).

dão espaço a novas perdas aos investidores internacionais, muito menos se estas perdas ocorrerem em uma economia do porte da brasileira, podendo originar uma crise sistêmica entre os países emergentes ou a fraturas em grandes instituições financeiras.

As necessidades de entrada de capitais do Brasil são bastante altas e não se pode prever que, num contexto de corrida contra o risco, o país possa restabelecer ingressos estáveis de capital que garantam o financiamento da conta de transações correntes e dos compromissos da dívida.

Os organismos financeiros internacionais deram uma demonstração inequívoca de apoio à economia brasileira através do vultuoso acordo negociado em agosto de 2002. Ao mesmo tempo, conseguiram com base no nervosismo dos mercados e na impressionante volatilidade da cotação do real, o fato inédito na história do país de garantir um compromisso público por parte dos principais candidatos à sucessão presidencial de manutenção do tripé básico da atual política econômica do Brasil: austeridade fiscal, manutenção do sistema de metas inflacionárias, livre flutuação cambial.

Tendo em conta outros focos de instabilidade no continente como a persistência dos problemas na economia argentina e a crise financeira no Uruguai, compreende-se que a possibilidade de uma crise amplificada no Cone Sul influenciou de forma determinante as percepções de risco das instituições financeiras que mantêm o país no meio de uma feroz incerteza.

Apesar da descrença dos mercados, é necessário reafirmar que o aprofundamento da crise brasileira em 2002 foi responsável pela montagem de um esquema de transição político nunca antes visto no país.

O episódio brasileiro de 2002, cujo componente político teve um peso central, evidencia a necessidade de os países emergentes discutirem e coordenarem ações de "auto-proteção" e colaboração mais efetivas. Assim como para a Argentina é fundamental o apoio de seus parceiros do Mercosul, uma cooperação regional mais sólida poderia diminuir a vulnerabilidade do Brasil em um momento crítico como este.

Partindo do quadro geral das crises latino-americanas, deve-se chegar a uma observação dos sistemas financeiros da região sob a ótica de sua solidez, da capacidade de proteção oferecida por sua estrutura institucional.

3. O papel central desempenhado pela estrutura dos sistemas financeiros nacionais

Crises bancárias

Qualquer que seja a opção escolhida diante de um choque externo, seus impactos terão influência direta sobre o setor bancário. Como as alternativas devem passar por uma definição do regime cambial a prevalecer: no caso da manutenção de um câmbio mais ou menos rígido será preciso adotar algum controle sobre os fluxos de capital e/ou elevar as taxas de juros para sobreviver ao desequilíbrio externo, com o desafio de acertar a sintonia das políticas; já se a escolha for por uma desvalorização ou desvinculação da moeda nacional de um padrão internacional ("desdolarização", por exemplo), os riscos de quebra de setores super-endividados em moeda estrangeira e portanto, de uma crise bancária sistêmica são igualmente temíveis.

De todas as formas, as crises bancárias têm o poder de potencializar as crises produtivas. Ainda como em casos históricos bem conhecidos, a instabilidade dos sistemas bancários é o que distingue uma recessão de uma crise econômica. Um exemplo bastante claro disto, é a diferença entre a crise mexicana em 1994 e a brasileira em 1998-9, que teve um impacto bem menor e uma recuperação mais rápida do que no caso do México.

A identificação das causas das crises bancárias nos mercados emergentes é uma questão controversa. Entre os principais fatores 'suspeitos' estariam: "boom de empréstimos" anterior às crises, o regime cambial, fatores externos desestabilizadores, liberalização financeira, supervisão prudencial inadequada, e debilidade na estrutura legal e institucional.

Há uma forte evidência empírica de que uma explosão dos empréstimos precede as crises bancárias. Com relação ao câmbio, também não há consenso. É muito comum que as crises bancárias (quando não originadas pelo câmbio) tenham como

consequência uma crise cambial, embora regimes de câmbio flexível sejam mais resistentes a crises bancárias.

Hermann e Studart (2000) identificam como causas robustas das crises bancárias nos países emergentes: crescimento rápido do crédito doméstico, altos passivos bancários em relação às reservas, descontrole da taxa de depósitos. Isto indica que os mercados emergentes ficam mais expostos ao risco quando as políticas macroeconômicas e financeiras se combinam com desregulação financeira provocando uma explosão de empréstimos insustentável.

Embora medidas de regulação e introdução de restrições sobre o funcionamento imprudente de instituições financeiras, apesar de imprescindíveis, não serem suficientes para garantir uma proteção aos países contra as crises cambiais e financeiras, uma gestão mais responsável e sujeita a controles e, portanto, mais transparente das instituições financeiras em mercados nacionais são um poderoso instrumento na prevenção de crises. Por isso, não parece desprovida de sentido a idéia de que sejam dados passos no sentido da construção de uma cooperação financeira regional, ou mesmo mais do que isso, no caminho de uma integração financeira entre países que tenham "vocação" para tanto, seja por seu intercâmbio comercial, seja por interesses político-econômicos, por identidades culturais ou mesmo pela necessidade de ampliar sua defesa contra crises financeiras.

Avanços na integração financeira dos países do Mercosul⁵⁷

A partir do surgimento das crises financeiras nos países emergentes na segunda metade dos anos 1990, os países do Mercosul passaram a por em prática um conjunto de iniciativas no sentido de incorporar maior disciplina e proteção aos sistemas financeiros. Estas mudanças implicaram em uma transformação de suas formas de atuação e nos mercados domésticos. Como consequência da abertura financeira, os sistemas dos países do Mercosul têm estado mais integrados. E este processo está subordinado à integração dos mercados financeiros internacionais.

⁵⁷ Para uma análise detalhada e sólida sobre o os passos iniciais do processo de integração financeira no Mercosul, ver Hermann e Studart (2000) e Stallings e Studart (2001).

Os grandes traços das mudanças institucionais e estruturais foram: redução da participação estatal no setor; desregulamentação e abertura ao capital estrangeiro; readaptação das instituições às taxas reduzidas de inflação.

Os países do Mercosul só podem ser compreendidos no período dos anos 1990 no contexto do processo de estabilização monetária e relativa expansão econômica, também originada pela estabilidade. A regulamentação e abertura financeira no bloco abriram espaço para que os países pudessem se beneficiar da liquidez nos mercados internacionais providencial para programas de estabilização apoiados em câmbio fixo ou quase-fixo. Do lado real, a expansão de demanda doméstica originada pela expansão da renda real originou um crescimento cuja continuidade dependia em muito da possibilidade de aumento do crédito.

Os sistemas financeiros dos países do bloco precisaram portanto enfrentar uma situação nova, promovida pela rápida queda da inflação, principal fonte de receita dos intermediários financeiros. Estes enfrentaram o desafio da adaptação ao novo cenário macro em um contexto de instabilidade crescente que conduziu às crises financeiras. Do ponto de vista microeconômico, assistiu-se a um redesenho da competição no setor que tanto impulsionou como também resultou no desaparecimento de instituições, abertura dos mercados à internacionalização, em fusões, quebras e redefinição de espaços de mercado entre as instituições sobreviventes.

O aprofundamento das relações comerciais e econômicas entre os países membros do Mercosul abre o caminho para que seja realizada uma integração financeira mais profunda entre eles que traria indubitáveis ganhos.

Os quatro membros do bloco procederam a esforços de organização de seus sistemas financeiros domésticos. Além da montagem prévia da estrutura financeira nestes países, a desestabilização dos mercados iniciada em 1994 converteu-se em estímulo adicional para a criação de medidas prudenciais e regulamentações sobre o funcionamento das instituições financeiras.

A Argentina, em concordância com o espírito do Plano de Conversibilidade, foi o primeiro país do bloco a liberalizar as operações financeiras domésticas e com o

exterior. Os efeitos conjunturais da queda da inflação e da eliminação do risco cambial foram impulsos marcantes para a recuperação do vigor do sistema financeiro do país, que retomou a concessão de créditos e praticou taxas de juros mais baixas. Ao longo dos anos 1990, em particular na segunda metade da década, a dolarização crescente dos depósitos passou a se tornar um peso talvez excessivo para o sistema financeiro e para a condução da política econômica como um todo. Ficava cada dia mais difícil sair da paridade com o dólar. Aparece já a partir da crise mexicana a necessidade de apoio externo ao país, notadamente por parte dos organismos multilaterais.

O ajuste diante da crise passou também por uma retração da demanda interna, iniciando desta forma um período de desaceleração do crescimento acompanhado de deflação, resultando em taxas de juros reais mais altas e realimentando portanto a queda da atividade econômica.

O impacto sobre o setor financeiro argentino foi forte e nefasto como poderia ser previsto: a concessão excessiva de crédito no período anterior, somada à concentração setorial destes recursos conduziu o sistema financeiro argentino a uma crise bancária caracterizada pelo aumento da inadimplência e pela perda de depósitos.

Esta crise bancária motivou a adoção de uma série de medidas que serviu também, mais tarde, para aperfeiçoar a regulamentação do setor e como um mecanismo de proteção contra as crises cambiais externas que se seguiram. As principais medidas foram:⁵⁸

- criação de um programa de reestruturação bancária custeado por fundos do Banco Central da República Argentina que procurou estimular fusões e aquisições no setor e, indiretamente, apoiou a internacionalização, dado estarem as instituições estrangeiras em melhor situação (Fundo Fiduciário de Capitalização Bancária);
- criação de um Fundo de Garantia dos Depósitos baseado em recursos privados e com o objetivo de controlar as "corridas bancárias";
- política de requisitos mínimos de liquidez que substituiu o modelo tradicional dos depósitos compulsórios, ampliando a base de cálculo dos recolhimentos a todos os passivos bancários;

⁵⁸ Ver discussão detalhada em Hermann e Studart (2000).

- criação de um *Programa Contingente de Pases*⁵⁹ que se constituiu em uma forma de socorro de liquidez às instituições financeiras através do socorro de instituições internacionais ao próprio banco central.

Estas medidas concederam maior possibilidade de atuação ao banco central, ao mesmo tempo em que este passou a poder operar como emprestador de última instância.

Mais fortes, ainda, foram os impactos da desvalorização cambial brasileira de 1999 sobre a economia argentina e sobre todo seu sistema financeiro, naquele momento quase completamente exposto ao risco cambial diante da premência do longamente postergado abandono da paridade. O desenrolar desta história é, infelizmente, bastante conhecido por todos. As medidas de segurança e regulação do sistema financeiro têm limites em sua abrangência, o que é natural. O fortalecimento institucional de determinados setores não garante imunidade total contra o contágio das crises, o que reforça a tese da necessidade de criação de uma estrutura regional de cooperação e supervisão capaz, ao menos, de fortalecer os países membros em situações de crise.

No caso do Brasil, o sistema financeiro atual vem sido constituído institucionalmente desde os anos 1960 e tem enfrentado vários esforços de adequação a estruturas de mercado em modificação de acordo com a conjuntura de estabilização interna e os movimentos nos mercados financeiros internacionais.

Para os propósitos deste trabalho, interessa ressaltar o processo de abertura ao capital estrangeiro do sistema financeiro nos anos 1990 no Brasil. A abertura no Brasil foi mais paulatina do que em outros países do continente, como também mais tardia se comparada com a abertura dos setores produtivos e dos mercados de bens no país. Na primeira metade da década de 1990, os capitais estrangeiros são convidados a entrar em projetos mais específicos, como os de privatização, fundos de investimento com destinação fixa.

⁵⁹ "O PCP estabelece contratos entre bancos internacionais e o BCRA, pelos quais a autoridade argentina adquire o direito de vender à contraparte, com acordo de recompra, títulos públicos e letras hipotecárias denominados em dólares, recebendo o pagamento na mesma moeda." Hermann e Studart (2000:5) Trata-se de um tipo de "empréstimos" dos bancos internacionais ao BCRA a curto prazo, em períodos de liquidez restrita.

A partir da crise bancária doméstica iniciada em 1995 e motivada pelo rearranjo do setor à nova realidade de baixa inflação, à super concessão de crédito cuja demanda foi estimulada pela estabilização, ao conseqüente aumento da inadimplência e problemas contábeis em instituições específicas, o governo criou uma verdadeira operação de salvação emergencial que pode evitar uma quebra sistêmica no setor.

Como os elementos causadores do processo de reestruturação continuaram presentes, a despeito da política monetária contracionista posta em prática na segunda metade da década, o sistema financeiro aprofundou um movimento de concentração e de aquisições de instituições pelo capital estrangeiro que se intensificou também com o fim da política de âncora cambial em 1999.

Apesar de todas as alterações mencionadas e mesmo com os efeitos dos juros altos, não se teve uma crise bancária sistêmica no Brasil e isso se deve sobretudo à estrutura herdada do período anterior, com todos os mecanismos de proteção dos tempos de inflação elevada, que deu origem à formação de grandes conglomerados financeiros. Acrescenta-se também a existência de uma regulamentação prudencial e a lentidão da abertura financeira no país, que agiu como um escudo contra a concorrência rápida das instituições estrangeiras – ao contrário do que houve com o setor produtivo.

As economias paraguaia e uruguaia também introduziram transformações em seus sistemas financeiros na década passada.

O sistema financeiro paraguaio é em muito distinto do brasileiro e do argentino: não há regras de controle e supervisão elaboradas, a paralisia do mercado de capitais, os riscos cambiais e a taxa de inflação são bastante mais elevados do que nos demais países do Mercosul, e não havendo indexação, torna-se um obstáculo para o desenvolvimento financeiro. Por isso, o setor permanece com baixa diversificação e concentrado em bancos, com pequena diversificação também da atividade bancária, com elevadas taxas de juros e *spread*, com alto risco de crédito, o que resulta em alta inadimplência.

A liberalização financeira foi relativamente restrita no Paraguai pois ficou faltando um amplo movimento de desregulamentação e a abertura para atuação de instituições financeiras estrangeiras. Da mesma forma, o mercado de capitais manteve-se absolutamente restrito.

Já o sistema financeiro uruguaio foi sendo aberto e o número de instituições operando para captar recursos externos aumentou sobremaneira. O país tornou-se um centro de operações *off-shore* para outros países latino-americanos. Como consequência deste processo, a captação de recursos externos cresceu de forma significativa. Estes capitais direcionaram-se em sua maior parte para o mercado mobiliário gerando uma importante alta de preços. O governo também ampliou sua dívida em dólar.

A partir dos 1990 a economia uruguaia retomou o crescimento, tendo se beneficiado dos rumos da integração com os vizinhos. Esta expansão teve formato semelhante aos demais países do Cone Sul: à volta dos ingressos de capital para o país, a elevação do crédito ao setor privado devido à expansão da liquidez internacional, e consequente queda das taxas de juros, expansão do consumo doméstico. O resultado evidente é um aumento do déficit em conta corrente, tornado possível pelo ingresso de capitais. Isto também tornou possível a utilização do câmbio como variável de estabilização macro. Assim, durante toda a década o peso uruguaio permaneceu sobrevalorizado.

O sistema financeiro uruguaio é concentrado em bancos, com a diferença que estes, e as demais instituições financeiras têm formas de ação e regulamentação bastante diferentes. O sistema bancário passou por um processo de importante dolarização dos créditos concedidos e dos depósitos, o que ampliou a vulnerabilidade do país e, pelo contágio, abandonou o sistema de flutuação da moeda em bandas, o que levou a forte depreciação e conduziu à crise financeira de 2002.

A integração financeira dos quatro países do Mercosul deve ser vista sob uma perspectiva ampla dos processos de integração que se conhece. Os acordos de integração têm como consequência mais evidente – nas diversas formas que assumem –, a ampliação dos mercados envolvidos. Os processos mais recentes de integração têm sido, na prática, um esforço para disciplinar estes mercados ampliados. A convergência e preparação para uma atuação comum e unificada exige mais do que diretrizes técnico-

operacionais. Ela demanda por parte dos membros do grupo uma disponibilidade política que só pode ser conseguida através de uma perspectiva de longo prazo, mesmo em momentos de ruptura. Elementos destas duas situações podem ser identificados no Mercosul neste começo de milênio: está mais do que evidente a interdependência entre os países do bloco e até mesmo de outros da região; a liberalização dos fluxos financeiros em escala mundial aprofundou a vulnerabilidade dos países emergentes.

O processo de integração financeira apresenta algumas distinções com relação à integração em outros setores. A eficiência macroeconômica guarda uma relação estreita com a eficiência do setor financeiro. A velocidade e volatilidade do setor é em muito superior à dos fluxos comerciais e produtivos. Por isso as medidas prudenciais precisam ser mais rígidas e o processo de coordenação bem sintonizado.

A abertura financeira e comercial expõe, da mesma forma, as economias menos robustas às mais fortes afetando diretamente as instituições financeiras e inviabilizando, em muitos casos, sua sobrevivência. A integração financeira trás consigo duas dimensões fundamentais: a física, que consiste no volume de operações para fora e a institucional, composta por um conjunto de regras para regulamentar o setor (ampliação do grau de abertura, uniformização das regras tributárias e fortalecimento da regulamentação prudencial). Por todas estas razões, existem incentivos para a discussão de medidas regionais conjuntas, muito especialmente na área financeira.

4. Considerações sobre a integração financeira e monetária entre países da América Latina

A reflexão feita até aqui conduz a algumas conclusões gerais sobre o fenômeno das crises financeiras na América Latina. Além de terem sido identificadas características comuns aos diversos episódios nacionais, existem elementos novos que poderiam levar à idéia de que os mercados financeiros são capazes de produzir crises em cenários diferenciados, embora com frequência identifiquem-se na raiz das turbulências desequilíbrios macroeconômicos incontestáveis. As crises também são estimuladas por fatores como deficiências de informação dos mercados e valorização excessiva do risco político dos países, entre outros aspectos.

De maneira geral, as crises dos anos 1990 coincidem com um período de redemocratização do continente. Porém não é certo de que tenha havido conjuntamente um processo de ganho ou fortalecimento das instituições. A multiplicação de casos públicos de corrupção, a priorização de uma agenda de interesses político-eleitorais em detrimento muitas vezes da realização de políticas sociais mais eficientes torna os países pouco atraentes para os investimentos estrangeiros e potencializa o elemento de incerteza entre investidores privados nacionais. Além disso, as políticas de estabilização deixaram pouco espaço para o cumprimento de uma agenda social adequada.

Parece haver uma vinculação nítida entre o déficit social, as conseqüências a que pode levar no campo político e os medos expressos pelo meio financeiro de que os países sob novas ondas políticas possam se distanciar do modelo de política econômica em vigor. Daí serem a desinformação dos investidores e a avaliação dos riscos políticos⁶⁰ fortes agentes nas crises.

Neste cenário de crises é natural que governantes e economistas retomem antigas discussões acerca de modelos sobre a condução da política cambial, sobre medidas que aumentem a segurança financeira nos países emergentes. O exemplo europeu de unificação monetária passa então a ser objeto de observação mais atenta.



A relação entre coordenação macroeconômica e estabilidade monetária e financeira, apesar de compreensível até de forma intuitiva, não é direta. A transposição de um modelo regional para um outro grupo de países estruturalmente diferentes também não é imediata.

No entanto, a experiência da UE apresenta ganhos visíveis para os países participantes em termos de uniformização de regras para as atividades financeiras e segurança para as autoridades monetárias nacionais pelo fato de haver um prestador de última instância supranacional capaz de equilibrar as necessidades de liquidez nos diversos mercados.

⁶⁰ Tendo em conta que as avaliações de risco (sobretudo as do risco político) podem distanciar-se do quadro real e levar a comportamentos extremos por parte dos mercados.

A livre circulação de capitais decorre da decisão política de avançar no processo de integração e é um passo na direção do nascimento de um mercado regional. Entretanto, a circulação de capitais deve acontecer entre países que tenham minimamente realizado um esforço de harmonização macroeconômica, sob pena de ser um fator gerador de mais instabilidade financeira no âmbito doméstico.

As vulnerabilidades financeiras evidenciadas pelo desempenho dos mercados na América Latina nos últimos anos levam à conclusão de que estes países estariam provavelmente bem menos expostos às turbulências financeiras se optassem por algum esquema de coordenação macroeconômica, em especial no âmbito da escolha de um regime de câmbio.

IV.A INTEGRAÇÃO MONETÁRIA COMO UMA PROPOSTA DE DISCUSSÃO PARA A AMÉRICA LATINA

A credibilidade das moedas responde em boa parte pelos movimentos de capital financeiro nos países emergentes. A construção de credibilidade monetária é um processo que envolve aspectos situados além da esfera econômica como, por exemplo, a estabilidade institucional e a qualidade da governança de um país.

Para os países emergentes, a escolha de um regime cambial ótimo tem sido uma das decisões mais cruciais de política econômica.⁶¹ Como já foi visto, desde os anos 1990, cresceu de forma significativa a dependência das contas de capital dos países latino-americanos com relação aos movimentos dos investidores internacionais e com isto, as diretrizes cambiais ganharam importância ainda maior.

A crise de 1997 na Ásia mostrou de forma definitiva que, embora países vizinhos possam apresentar situações macroeconômicas distintas, os investidores internacionais tomam suas decisões tendo como base o quadro de toda a região durante a turbulência. Por isso, a preocupação com a estabilidade dos países vizinhos deve ser parte integrante das estratégias de política econômica dos países emergentes.

A América Latina acumula experiências de integração regional focalizadas sobretudo em aspectos comerciais, algumas iniciadas já na década de 1960.⁶² Embora estes blocos desempenhem um papel importante para as economias que os integram, a realização de inúmeros acordos bilaterais entre os países e, em especial, os avanços para a criação de um acordo de livre comércio envolvendo o hemisfério americano (a Associação de Livre Comércio das Américas – Alca), incorporam novos elementos e uma coloração de indefinições no quadro de integração do continente.

No que concerne à política cambial, a vinculação das moedas latino-americanas com o dólar em níveis variados, apesar dos benefícios que trouxe para os objetivos de estabilização, parece não ser a melhor opção de regime monetário, como já discutido no capítulo anterior.

⁶¹ Para um levantamento das experiências recentes de regimes cambiais, ver Canuto e Holland (2002).

⁶² A Comunidade Andina foi criada em 1969, o Mercado Comum Centro-americano estabeleceu-se em 1960.

Ainda no rescaldo das crises financeiras recentes, apresenta-se ao continente latino-americano a alternativa de refletir sobre possibilidades de integração da gestão das políticas econômicas como forma de avançar na consolidação da estabilidade.

Este capítulo procura juntar alguns dos principais pontos referentes à coordenação macroeconômica discutidos até agora para argumentar que os países emergentes da América Latina e, mais concretamente, os países membros do Mercosul podem diminuir sua vulnerabilidade externa e reforçar os programas de ajuste doméstico se optarem por iniciativas de coordenação macroeconômica.

Para isto, será discutido em uma primeira parte o papel da coordenação econômica como um instrumento de ganho de estabilidade e credibilidade. O segundo item contém algumas idéias sobre como poderia realizar-se um processo de coordenação econômica entre países latino-americanos que eventualmente levasse a uma colaboração monetária ou à criação de uma moeda única. Em seguida, a terceira parte discute eventuais efeitos sobre os sistemas financeiros nacionais e regionais de uma transformação econômica desta magnitude.

1. A coordenação macroeconômica regional como instrumento de estabilidade

Uma das primeiras desvantagens apontadas contra a coordenação macroeconômica supranacional é o fato de ela implicar em alguma perda de autonomia sobre a condução da política econômica. No entanto, situações de elevada vulnerabilidade externa muitas vezes retiraram dos países parte de sua capacidade de ação sobre o conjunto dos instrumentos de política, o que pode implicar na obrigatoriedade de adotar políticas bem mais drásticas no momento da crise.

Com efeito, durante as crises financeiras a política econômica precisa ser definida em meio a toda a turbulência e aos imprevistos que caracterizam tal situação, o que significa que nem todos os instrumentos de política estarão disponíveis para serem utilizados.

Sendo assim, a perda de autonomia que envolve um projeto de coordenação econômica supra-nacional pode representar um custo relativamente baixo, considerando que esta coordenação vá trazer mais estabilidade e maior proteção aos países envolvidos.

No contexto atual, a coordenação macroeconômica aparece sobretudo como um instrumento de ganho de credibilidade e estabilidade bastante interessante para alguns países latino-americanos.

Uma série de semelhanças pode ser observadas na evolução das economias latino-americanas desde os anos 1990: as experiências de políticas de estabilização macroeconômica, um maior grau de abertura nas transações comerciais, uma considerável expansão de capitais internacionais nos mercados financeiros e um aumento da vulnerabilidade externa dos países, decorrente tanto das escolhas de regimes cambiais para a estabilização, como da abertura financeira.

Além destes aspectos comuns, o fato de que os investidores internacionais costumam avaliar a região como um bloco, alterando suas posições nos diversos mercados em função da gestão macroeconômica dos distintos países, constitui-se em um estímulo adicional para o desenvolvimento de formas de colaboração econômica regional.

A integração econômica, além do ganho de disciplina fiscal e monetária que pode representar, deve conduzir à harmonização institucional do bloco de países que vier a ser criado. Na esfera institucional existem ainda disparidades consideráveis entre os países latino-americanos.

Resta então verificar rapidamente alguns fatores que aproximaram as economias da América Latina entre si para depois discutir a hipótese de se conseguir ganhos de credibilidade derivados de uma colaboração entre os países da região.

Integração comercial

O comércio no interior dos blocos sub-regionais avançou de maneira considerável a partir de 1991, como se pode ver nas estatísticas da tabela 4.1. Especialmente o

Mercosul mostrou um importante avanço no comércio intra-bloco, abalado, porém, desde a desvalorização do real em 1999 e pela crise argentina que se sucedeu.

Apesar de ainda persistirem vários aspectos tarifários a serem discutidos entre os dois maiores sócios do bloco, a tendência é de crescimento dos fluxos comerciais entre Brasil e Argentina a partir da reorganização das respectivas economias após os períodos de crise entre 1999 e 2002.

Tabela 4.1. América Latina e Caribe:
distribuição das exportações por blocos regionais
(em milhões de US\$ e porcentagens)

	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Mercosul								
exportações no bloco	4127	14451	17115	20478	20027	15164	18078	15298
exportações totais	46403	70129	74407	82596	80227	76358	85692	89078
% bloco	8,9	20,6	23,0	24,8	25,0	19,9	21,1	17,2
Comunidade Andina								
exportações no bloco	1324	4859	4698	5621	5411	3940	5172	5632
exportações totais	31751	39134	44375	47933	38896	43208	60709	53543
% bloco	4,2	12,4	10,6	11,7	13,9	9,1	8,5	10,5
ALADI								
exportações no bloco	12302	35552	38449	45484	43231	34776	42944	41676
exportações totais	112694	204170	229164	256714	251345	273280	328274	316298
% bloco	10,9	17,4	16,8	17,7	17,2	12,7	13,1	13,2
Mercado Comum Centroam.								
exportações no bloco	624	1451	1553	1863	2634	2290	2545	2829
exportações totais	4435	9244	9928	11729	13536	14290	11242	9782
% bloco	14,1	15,7	15,6	15,9	19,5	16,0	22,6	28,9
Comunidade do Caribe								
exportações no bloco	469	690	775	785	859	957	1230	1300
exportações totais	3634	4511	4595	4687	4651	5182	6358	6076
% bloco	12,9	15,3	16,9	16,7	18,5	18,5	19,3	21,4

Fonte: Paunovic (2002:5) e para 2000 e 2001, CEPAL (2003) – *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe - 2001-2002*.

Não se pode comparar, evidentemente, o nível do comércio intra-regional ou intra-bloco na América Latina com os padrões observados na UE. Entretanto, o volume de comércio bilateral entre Brasil e Argentina, por exemplo, é suficientemente importante para que sua interrupção ou diminuição afete estas economias de forma significativa.

Para mostrar a maior interdependência entre nações no continente, Escaith, Ghymers e Studart (2002) descreveram, com base em uma análise empírica, os efetivos avanços na integração comercial e financeira no continente desde o início dos anos 1990. O artigo

defende que a maior inter-relação comercial e financeira na região acaba sendo um fator de disseminação dos choques externos entre os países.

Com relação ao aspecto comercial, os autores mostraram que, além do crescimento do comércio no interior dos blocos sub-regionais, os fluxos comerciais são mais intensivos em bens manufaturados. Isto permite concluir que os fluxos comerciais dentro dos blocos dependem em grande escala da taxa efetiva real de câmbio, ao contrário dos fluxos comerciais com outros países que se compõem sobretudo de *commodities*, cujos preços são determinados no mercado internacional.

**Tabela 4.2. Mercosul: Interdependência do comércio exterior ^{a/} - 2000
(em porcentagem)**

	NAFTA			UE	Estados Unidos + sub-região
	Resto da sub-região	Estados Unidos	Total		
Mercosul	36,2	15,2	17,5	19,4	51,3
Argentina	30,8	15,7	17,6	20,8	46,5
Brasil	13,9	23,5	27,1	25,9	37,4
Paraguai	55,9	12,2	12,7	13,6	68,1
Uruguai	44,1	9,2	12,8	17,4	53,3
Chile ^{b/}	17,3	18,4	24,6	21,3	35,7

Fonte: Arroyo (2002:14). Fonte original: *Direction of Trade Statistics Yearbook*, 2001, FMI.

a/ Relação entre total de exportações mais importações para a região sobre o total de exportações mais importações.

b/ Sub-região: considerado comércio com Mercosul.

Mesmo que ainda seja considerado baixo, o volume do comércio interno ao Mercosul não é desprezível. Foi dado um passo importante mas existe espaço de crescimento da orientação comercial dentro do bloco. Como os próprios dados nacionais mostram, os países membros apresentam importantes diferenças em suas respectivas estruturas econômicas.

Integração cambial e financeira

Da teoria das AMOs sabe-se que, além da mobilidade da mão-de-obra, a circulação de capitais entre os membros de uma área monetária é um fator fundamental para sua

implementação. Existe uma distinção importante entre abertura aos capitais internacionais e mobilidade de capitais dentro de uma região. No caso da América Latina, não se pode afirmar que ocorram fluxos de capitais de grandes proporções dentro da região.

Os países latino-americanos, em geral, e os membros do Mercosul particularmente, não empreenderam nenhum esforço especial com o objetivo de estimular a integração financeira na região. De fato, não se observa um padrão financeiro semelhante nos distintos mercados nacionais e as políticas adotadas, tanto no que concerne à abertura destes mercados à presença estrangeira, como em relação às diversas políticas cambiais adotadas na região desde o início dos anos 1990.

Por outro lado, observou-se entre as maiores economias latino-americanas uma interdependência financeira evidenciada pelos efeitos das reversões nos fluxos de capital externo para seus respectivos mercados por ocasião das crises nos países emergentes. O fenômeno da comparação dos *spreads* sobre os títulos da dívida soberana foi avaliado por Escaith, Ghymers e Studart (2002) que mostram uma alta correlação entre os preços dos ativos domésticos e as medidas de risco destes países.

As crises também trouxeram um aumento generalizado da vulnerabilidade externa da América Latina ao tornar os países mais dependentes dos ingressos de capital para fazer face aos pagamentos do serviço dos empréstimos contraídos na fase de liquidez abundante para a região na primeira metade da década de 1990. Este "destino comum" aproxima estas economias umas das outras no aspecto financeiro.

Conforme discutido no capítulo anterior, os países latino-americanos usaram o instrumento cambial como o principal pilar de suas políticas de estabilização nos anos 1990. As alternativas escolhidas pelos governos nacionais não foram semelhantes e nem contemporâneas, como descrito na tabela abaixo.

Tabela 4.3. América do Sul: Regimes cambiais e metas inflacionárias

	1985	1990	1995	2001	Meta usada em 2001
Argentina	Intermediário	Flutuante	<i>Hard Peg</i>	<i>Hard Peg</i>	--
Bolívia	Flutuante	Intermediário	Intermediário	Intermediário	Taxa de câmbio
Brasil	Intermediário	Intermediário	Intermediário	Flutuante	Taxa de inflação
Chile	Intermediário	Intermediário	Intermediário	Flutuante	Taxa de inflação
Colômbia	Intermediário	Intermediário	Intermediário	Flutuante	Taxa de inflação
Equador	Intermediário	Intermediário	Intermediário	<i>Hard Peg</i>	Taxa de câmbio
Paraguai	Intermediário	Flutuante	Flutuante	Flutuante	--
Peru	Intermediário	Flutuante	Flutuante	Flutuante	Agregado monetário
Uruguai	Flutuante	Intermediário	Intermediário	Intermediário	--
Venezuela	Intermediário	Flutuante	Intermediário	Intermediário	Taxa de câmbio

Fonte: Berg et al. (2002:6). Fonte original: FMI, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 1985-2001.

Nota: A classificação do FMI é baseada nos relatórios dos países. Desde 1998, a classificação incorpora as posições do *staff* do FMI. No início de 2002, a Argentina e a Venezuela passaram a deixar flutuar suas moedas. *Hard pegs* incluem uniões monetárias e acordos de *currency boards*. Regimes intermediários incluem bandas horizontais *pegged*, acordos convencionais de *fixed peg* e *crawling bands*. Regimes flutuantes incluem flutuação administrada e flutuação independente.

Apesar das diferentes estratégias cambiais, os maiores países do continente sofreram os impactos de bruscas reversões nos fluxos de capital externo.⁶³ Considerando esta evolução, as alternativas cambiais de canto (livre flutuação ou ancoragem da moeda) aparecem como as opções mais adequadas para garantir o bom funcionamento destas economias em um contexto de livre circulação de capitais. A tendência entre a maioria dos países da região é de adotar soluções menos rígidas, mais direcionadas à flutuação.

Entretanto, existem opiniões divergentes, como a apresentada em estudo sobre a adequação dos diferentes regimes cambiais às economias latino-americanas por Berg, Borensztein e Mauro (2002) no qual concluíram que parte substantiva dos países latino-americanos não dispõe de credibilidade suficiente para gerir um câmbio flutuante.⁶⁴ As recomendações dos autores variam para os vários países mas vão na direção dos modelos extremos com adaptações e descartam a hipótese de união monetária.

⁶³ Canuto e Holland (2002) estudaram os mecanismos de transmissão dos choques externos em quatro grandes economias latino-americanas (Argentina, Brasil, Chile e México) e mostraram que, a despeito dos diferentes regimes cambiais, estes países não foram bem-sucedidos em proteger-se das crises através de políticas monetárias autônomas.

⁶⁴ Para os países com maiores economias são feitas ressalvas: no caso do México, os autores defendem o rumo da dolarização unilateral; o regime flutuante com metas inflacionárias adotado no Brasil é considerado adequado.

A interdependência financeira entre os países do Mercosul foi amplamente ilustrada pelas turbulências que afetaram Argentina, Brasil e Uruguai em 2001-2002. Guardadas as diferenças entre os quadros nacionais, exatamente determinadas pelas opções cambiais anteriores, o comportamento dos capitais internacionais deixou pouca margem de atuação às autoridades econômicas em um quadro macroeconômico já bastante deteriorado, como observado no caso argentino.

Coordenação macroeconômica e estabilidade

A elaboração de um plano conjunto de políticas e o fortalecimento das instituições formuladoras nacionais destas políticas é o primeiro passo para a diminuição da vulnerabilidade dos países do Mercosul.

A coordenação macroeconômica entre estes países pode ser uma resposta para a construção de um novo padrão de credibilidade para seus sócios a partir de uma escolha de regime cambial consistente com a posição dos países membros na economia internacional e com o seu quadro econômico geral.

Embora dentro do bloco não se tenha atingido um elevado grau de integração comercial e financeira, os desdobramentos das instabilidades entre os países emergentes desde meados dos anos 1990 demonstraram haver uma grande interdependência no interior do Mercosul que, por si só, justificaria os esforços de negociação de uma agenda macroeconômica conjunta. Este seria um instrumento na direção de uma menor exposição dos países ao risco de choques externos e de um fortalecimento da posição do bloco tanto nas negociações comerciais globais, como no melhor acesso a linhas de crédito internacionais, conforme já proposto por Canuto e Holland (2001).

2. Características de um processo de unificação monetária possível

Grande parte das contribuições recentes à literatura sobre a aplicação da teoria das áreas monetárias ótimas (AMOs) ao caso latino-americano mostra que a região não preenche os pré-requisitos clássicos para a criação de uma moeda única.

Embora tenha havido uma aproximação entre as economias nacionais e aumentos no comércio intra-regional, as estatísticas observadas até o presente não apontam para uma profunda integração comercial, mesmo entre os membros das associações sub-regionais.

O grau de adequação do Mercosul aos critérios para a formação de uma área monetária pode ser avaliado com o apoio da tabela abaixo, cuja estrutura foi inspirada em Arroyo (2002: 57) mas diverge em certos aspectos da opinião do autor.

Tabela 4.4. Síntese dos critérios para a formação de uma união monetária: comparação entre o Mercosul e a zona do euro^{a/}

	Mercosul	Zona do euro
<i>Crítérios tradicionais das AMOs</i>		
Abertura comercial	baixa	muito alta
em % do PIB	14,5	35,4
Interdependência comercial	intermediária	muito alta
comércio sub-regional (% total)	36,2	55,1
comércio sub-regional (% do PIB)	6,1	19,5
Probabilidade de choques assimétricos	alta	baixa
Integração financeira regional	baixa	muito alta
Mobilidade da mão de obra	baixa	baixa
<i>Outros critérios</i>		
Abertura financeira geral	alta	muito alta
Convergência macroeconômica	baixa	muito alta
Volatilidade macroeconômica	alta	muito baixa
Problemas de credibilidade	altos	baixos
Integração política	baixa	muito alta

Fonte: Arroyo (2002:57) e avaliação própria. a/ Dados de 2000.

De acordo com os critérios acima, o Mercosul apresenta situação oposta à da zona do euro em quase todos os pontos. Uma possível avaliação seria descartar de imediato a hipótese da unificação monetária para o bloco.

No entanto, outros fatores devem ser incorporados a esta avaliação. Antes de tudo, a tabela 4.4 expõe a posição de uma união monetária após todo o processo de convergência e com um histórico de mais de quarenta anos de integração comercial para

confronta-la com um bloco que ainda não completou os primeiros estágios de sua integração.

Isso não significa, porém, que o processo de um arranjo monetário regional no Mercosul deva passar pelas mesmas fases que compuseram a UE.

Existem diferenças fundamentais quanto ao momento histórico em que essa oportunidade se apresenta para o grupo de países da América do Sul, como por exemplo, a ampla internacionalização dos fluxos financeiros, a reformulação da ordem comercial internacional, marcada tanto por um movimento de abertura, como por duras negociações bilaterais e nas formações de áreas de comércio regionais.

Além disso, como já mencionado, a premência da coordenação macroeconômica no Mercosul – lembrando pode ser ampliado, está relacionada sobretudo com a construção de um quadro econômico mais sólido e menos vulnerável a choques externos.

Assim como ocorreu no caso europeu, a decisão de um grupo de países em favor da implantação de uma zona monetária é, acima de tudo, determinada por considerações políticas. Estas considerações baseiam-se tanto nas condições presentes dos países associados como também em uma visão estratégica do posicionamento econômico destes países e/ou do bloco econômico no futuro.

Algumas contribuições à discussão, entre as quais a de Berg, Borensztein e Mauro (2002), advogam não existir espaço na América Latina para a integração monetária devido ao baixo grau de integração econômica entre os países da região:

"An independent common currency does not seem warranted for Latin American countries, because the necessary degree of economic integration is absent. Especially for countries that are closely linked to global financial markets, the choice in the near term increasingly seems to be dollarization and floating, with a large question mark on exact how free that floating can and ought to be." (Berg, Borensztein e Mauro, 2002, p.34)⁶⁵

⁶⁵ Uma moeda comum independente não parece justificada para os países da América Latina, pois não existe entre eles o grau necessário de integração. Em especial para os países estreitamente vinculados aos mercados financeiros globais, a escolha no futuro próximo parece ser a dolarização e a flutuação, com um grande ponto de interrogação sobre o exato nível de flutuação que pode e deve ser praticado.

Eichengreen (1998b), discutindo a alternativa de unificação monetária para o Mercosul, afirmou que apenas quatro dos critérios de convergência definidos pelo Tratado de Maastricht são importantes para o funcionamento de uma união monetária, quais sejam: um banco central independente distanciado dos ciclos políticos; flexibilidade de preços e salários; um sistema financeiro fortalecido; e, barreiras à saída aos membros da união. Estes três primeiros pontos relacionam-se estreitamente com reformas institucionais em curso ou em discussão no Brasil.

Uma pré-condição essencial para que os países do Mercosul iniciem um programa em direção da unificação monetária é o avanço nas reformas estruturais em suas economias.

A unificação monetária como objetivo final pode dar origem a um processo de coordenação macroeconômica que, necessariamente, deverá conter instrumentos que aprofundem a integração regional e sejam, assim, fatores endógenos de homogeneização das economias nacionais.

Para que este processo seja possível, é necessário que os países negociem as bases da coordenação e criem mecanismos de fortalecimento das instituições nacionais a partir das quais serão formados órgãos e regras supranacionais de coordenação e controle.

A questão institucional

O processo de coordenação macroeconômica, para ser bem-sucedido na tarefa de conferir credibilidade aos países envolvidos em sua elaboração, depende da criação de um arcabouço institucional sólido e transparente. A credibilidade das próprias instituições responsáveis pela coordenação é condição indispensável para o avanço do projeto.

A qualidade institucional das entidades supranacionais de integração é construída a partir da definição das regras de convivência e de decisão entre os sócios do projeto. Lembrando o que foi apresentado no capítulo I para o caso europeu, destaca-se em todos os documentos o princípio de subsidiaridade como fundamento das relações entre os participantes da UE.

Subsidiaridade⁶⁶ significa a distribuição de responsabilidades e atribuições a todos os níveis de governo nas esferas nacionais e supranacionais e também a participação destes agentes públicos em suas respectivas alçadas de decisão. Em outras palavras, observar a subsidiaridade implica em procurar garantir a soberania dos Estados membros – e de suas respectivas instituições nacionais como os bancos centrais, e organismos de governo, ao mesmo tempo em que se cria estruturas supranacionais de monitoramento do programa de coordenação em seu conjunto.

O exercício da governança supra-nacional dentro do princípio da subsidiaridade envolve uma distribuição do poder de decisão no estilo federativo e não uma prevalência das instituições supranacionais sobre as nacionais.⁶⁷

Não se trata de montar um aparelho burocrático supra-nacional que venha a sobrepor-se às instituições domésticas mas apenas de, partindo de uma estrutura decisória definida por todos os membros, utilizar instituições já existentes para estabelecer o diálogo entre eles.

O sistema de decisão por consenso parece ser o mais indicado para a coordenação de políticas no Mercosul. Não só por se tratar de um número pequeno de sócios mas também por cada etapa da coordenação (incluindo as atividades de monitoramento, controle e, eventualmente, sanções) depender para sua efetiva implementação, da legitimidade da decisão por consenso.

Pensando a partir do exemplo da UE, sabe-se que as instituições supranacionais são capazes de impor uma disciplina sobre a condução da política econômica às vezes difícil de ser atingida através do jogo político doméstico.⁶⁸ Assim, a governabilidade econômica construída "de fora" mas, por intermédio de instituições supranacionais

⁶⁶ Embora a subsidiaridade seja um conceito de grande importância nas relações europeias, trata-se de uma palavra pouco utilizada em português. Adota-se aqui a grafia dos documentos da Comissão Europeia em português.

⁶⁷ Como exemplo concreto se pode retomar o caso do BCE, em que os bancos centrais nacionais não apenas dispõem de poder de decisão no conselho do BCE como também escolhem as formas de implantar as políticas na esfera doméstica.

⁶⁸ Convém lembrar o caso da Irlanda, por exemplo, que logrou resultados impressionantes a partir da coordenação macroeconômica, tanto no que se refere à estabilidade, como em termos de expansão econômica. Sem as diretrizes do Tratado de Maastricht, o país teria dificuldades políticas em implementar a disciplina fiscal que adotou.

democráticas e legitimamente constituídas, exerce um poder disciplinador e confere credibilidade ao modelo econômico.

Escaith, Ghymers e Studart (2002) discutem o espírito de uma estrutura institucional que dê origem a uma cooperação macroeconômica em sub-regiões da América Latina (não especificamente no Mercosul) e fazem propostas concretas como a de criação de um grupo de monitoramento macroeconômico com membros dos governos e bancos centrais nacionais e de um secretariado técnico autônomo de macroeconomia, composto por economistas independentes.

Sobre o conceito da estrutura institucional para a cooperação, afirmam os autores:

"Our proposal is to develop a regional cooperative approach based upon the subsidiarity principle, i.e. an international cooperation that is moved by the self-interest of national administrations. One cannot ask these administrations to sacrifice their own national goals for the sake of the neighbours or the community, but one could channel the driving force of their legitimate self-interest to protect them from the mistakes of their neighbours in order to create a sound competition for applying and ensuring respect for some shared rules in the regional game."⁶⁹
(p.40)

Desta forma, a idéia é que o estímulo a cooperar se desenvolva entre os membros do bloco, sob pena de que o projeto não se realize. A este propósito, Paunovic (2001) realizou um estudo no qual utilizou o instrumental da teoria dos jogos para refletir sobre o estímulo de dois países a cooperar entre si e concluiu que, ao aumentar a interdependência econômica entre dois países, o custo de eles manterem uma política econômica independente aumenta, pois também é maior a chance de que um ataque especulativo em um afete também o outro país.

⁶⁹ Nossa proposta é desenvolver uma abordagem regional cooperativa baseada sobre o princípio de subsidiaridade, i.e. uma cooperação internacional movida pelo interesse próprio das administrações nacionais. Não se pode pedir a estas administrações que sacrifiquem suas metas nacionais em benefício dos vizinhos ou da comunidade, mas pode-se canalizar as forças motrizes de seus interesses legítimos para protegê-los dos erros cometidos por seus vizinhos a fim de gerar uma concorrência saudável para aplicar e garantir o respeito das regras comuns no jogo regional.

Apesar de não ser uma instituição formal, é importante perguntar-se sobre como seria exercido o papel de liderança no Mercosul, de forma semelhante ao desempenhado pela Alemanha como padrão de referência no caso europeu. Partindo da constatação, já feita acima⁷⁰ de que não há nas quatro economias uma moeda que possa servir de referência ao conjunto de países, pode-se pensar em uma estrutura de liderança "dividida" entre os países com maior peso econômico no bloco, Brasil e Argentina. Esta liderança poderia exercer-se através das iniciativas de negociação.

A coordenação de políticas no Mercosul está prevista desde o início no Tratado de Assunção de 1991. Um passo adicional foi dado em dezembro de 2000, quando os presidentes dos quatro membros mais os dos países associados (Bolívia e Chile) assinaram uma declaração sobre convergência macroeconômica na qual já especificaram metas para variáveis fiscais e preços.

Os problemas macroeconômicos nacionais nos países membros do Mercosul levaram a que estas metas perdessem boa parte de seu significado, dado que Argentina e Brasil negociam suas metas domésticas com o Fundo Monetário Internacional.

O Grupo de Monitoramento Macroeconômico do Mercosul⁷¹ pode vir a ser o embrião de um organismo de coordenação mais amplo e com atribuições de lançar as bases do projeto monetário comum.

Possíveis passos para a coordenação monetária

O processo de integração regional tem uma seqüência normalmente observada que se inicia com o estabelecimento de uma área de livre comércio, passa pela determinação de uma tarifa externa comum para chegar em seguida à formação de um mercado comum.

Propostas concretas para a unificação monetária não são um fato novo. Entre os defensores da unificação monetária no Mercosul ou entre Argentina e Brasil está

⁷⁰ Ver tabela 4.4.

⁷¹ Este grupo é composto pelos presidentes dos bancos centrais e ministros de Fazenda e Economia dos países membros do Mercosul.

Giambiagi (1999, 2000, 2002). Em trabalho de 1999, o autor apresenta uma proposta de passos amplos para a construção da unificação monetária:

"Essa postura ativa pró-integração, independentemente de chegar-se ou não, num último estágio, à formação de uma moeda única, deve traduzir-se, nos próximos anos, em passos concretos, tais como: a) estabelecer mecanismos de coordenação macroeconômica entre os países, sem os quais os entraves à própria integração comercial intra-regional podem proliferar; b) aprofundar os estudos para a criação de uma cidadania comum, mediante a instituição de um passaporte do Mercosul; c) trabalhar em conjunto com os países da região para harmonizar as legislações tributária, trabalhista, de mercado de capitais, etc." (p.12)

Todas estas etapas são fundamentais, porém, diante das dificuldades econômicas e políticas (na Argentina com a transição do regime cambial) parece possível começar apenas com o primeiro item entre os citados acima.

Posteriormente, Giambiagi (2000) apresentou um cronograma detalhado para a unificação monetária entre Brasil e Argentina. As grandes diretrizes assemelham-se às realizadas pela UE.

Mesmo que não seja politicamente possível em um prazo curto de tempo, um ou dois anos, negociar um plano para a integração monetária no Mercosul, iniciativas no sentido da coordenação macroeconômica seriam muito bem-vindas e poderiam melhorar a avaliação dos países membros pelo mercado internacional e fortalecer seu poder de negociação junto às organizações financeiras multilaterais.

Um monitoramento macroeconômico já é efetivamente realizado pelo FMI com o Brasil e negociado com a Argentina. O regime de câmbio flutuante com metas de inflação também se mostrou adequado para o Brasil. Portanto, um programa de consolidação dos fundamentos macroeconômicos poderia ser realizado sobre bases comuns pelo bloco.

O Grupo de Monitoramento Macroeconômico poderia criar grupos técnicos de trabalho responsáveis pelas definições dos critérios macroeconômicos a serem seguidos e acompanhados regularmente. A partir do trabalho destes grupos, uma discussão sobre o regime cambial a ser adotado dentro do bloco poderia ser realizada. Os resultados da

coordenação macroeconômica conduziriam a um processo de avaliação dos respectivos interesses e da real possibilidade de avançar na direção da unificação monetária.

3. Efeitos sobre o sistema financeiro

Toda iniciativa de coordenação monetária deverá ter fortes impactos sobre o sistema financeiro. Admitindo que a harmonização de políticas conduza a uma diminuição das instabilidades nos países envolvidos e, portanto, à queda da vulnerabilidade externa destas nações, o efeito direto sobre o sistema financeiro seria a criação de um ambiente mais propício para a realização de negócios.

Os benefícios, de forma geral, seriam: a diminuição dos riscos dos países com a redução (e posterior eliminação) da incerteza cambial; a queda da taxa de juros justamente pela redução dos riscos; e, o estímulo a novos investimentos.

A maneira segundo a qual estas mudanças podem ocorrer depende da estrutura dos sistemas financeiros nacionais e do grau de regulação e organização dos mercados que tiver sido atingido pelas reformas institucionais mencionadas acima.

Como se pode verificar com a experiência européia, a transformação dos mercados financeiros domésticos e do comportamento dos agentes, em especial nas atividades bancárias de varejo, não acontece diretamente.

Para os países latino-americanos e o Mercosul em particular, os ganhos devem acontecer sobretudo em função da diminuição das incertezas e, por conseguinte, a melhora do cenário no qual se tomam as decisões de investimento.

Da mesma forma, o fenômeno de concentração internacional no setor financeiro, com o constante aumento da importância relativa das instituições financeiras internacionais nos mercados dos países emergentes, deve aprofundar-se a partir da ampliação das oportunidades de negócios nestes países.

CONCLUSÃO

Este trabalho procurou analisar em que medida a experiência de unificação monetária européia pode servir de inspiração para países latino-americanos, especialmente para o Mercosul e, ainda, se a introdução de uma moeda única estimula as atividades de concessão de crédito do sistema financeiro.

Não há uma resposta simples à pergunta sobre se a integração monetária européia pode ser um modelo para os países emergentes. Mas, no caminho para a construção desta resposta, é preciso que se leve alguns elementos em consideração: a decisão de unificação monetária é, acima de tudo, política; o estabelecimento da união monetária em si não resolve automaticamente os problemas de economias em desequilíbrio; e, portanto, a construção de uma união monetária, ao intensificar a competição interna, exige a realização de um processo de convergência.

Apesar de não serem verificados entre os países do Mercosul os critérios definidos pelo Tratado de Maastricht, existem razões para que o esforço de coordenação macroeconômica seja empreendido. A maior inter-relação entre as economias do grupo ocorrida desde a década de 1990, bem como a percepção dos mercados internacionais que vêem a região como um todo único, e assim levam a que as instabilidades em um país sejam transmitidas aos outros via operações dos investidores, parecem argumentos fortes para que seja tentada a coordenação.

Muitos fatores envolvem a decisão política de realizar uma unificação monetária. Para a economia, a estrutura institucional necessária a um avanço no processo de integração de um bloco regional na direção de uma moeda única pressupõe a implantação de reformas estruturais importantes.

Para os países do Mercosul, isto significaria consolidar as reformas sobre a gestão fiscal, de forma a garantir uma condução saudável das finanças públicas; implantar um modelo de autoridade monetária independente das pressões políticas e dos ciclos eleitorais; realizar uma flexibilização das leis trabalhistas que permitam maior mobilidade à mão-de-obra; fortalecer o setor financeiro através de uma regulação prudencial que diminua sua exposição ao risco.

Todas estas tarefas exigem uma complexa negociação política, possivelmente realizável em um quadro amplo de reformas, como seria o de implantação de um projeto de coordenação macroeconômica no bloco. Um forte argumento em defesa desta negociação é a busca da construção de credibilidade monetária, desafio inadiável dos países latino-americanos em conjunto.

No que concerne ao funcionamento do sistema financeiro, pode-se afirmar com segurança que a melhora na credibilidade da moeda deve levar a um comportamento menos volátil dos mercados, a uma diminuição geral do patamar de juros praticados e, portanto, criar um ambiente mais favorável à tomada da decisão de investimentos.

Entretanto, não é possível concluir definitivamente a respeito das transformações que poderiam operar-se nos sistemas financeiros domésticos dos países participantes da zona monetária. Antes de tudo, porque a abertura à participação de instituições internacionais nestes mercados exige que a análise de seu desempenho deva ser feita a partir de um ponto de vista global. Ao mesmo tempo, a experiência monetária européia em curso não produziu evidências suficientes para que se possa utiliza-la como referência para a reflexão.

Tornando relativo o argumento de que a coordenação macroeconômica representa uma perda de autonomia sobre a elaboração de políticas pelas autoridades nacionais, verifica-se que a permanência de instabilidades entre os países emergentes apresenta-se como uma restrição concreta sobre a política econômica doméstica ao impedir o recurso a todos os seus instrumentos.

O estudo mostrou ser pertinente a proposta de que grupo de países latino-americanos empreenda um projeto de coordenação macroeconômica conduzido por organismos técnicos e políticos constituídos em escala supranacional.

Apesar das grandes diferenças entre as situações na União Européia e na América Latina, este trabalho procurou mostrar que seria aconselhável apressar o avanço da integração no Mercosul, sem a necessidade de repetir exatamente as etapas seguidas para a criação do euro, mas tendo o modelo europeu como referência para a elaboração do processo de integração.

Esta coordenação pode ser iniciada na forma de consultas entre países associados, discussões de políticas conjuntas e acertos de posições sobre temas negociados internacionalmente. Quanto mais consolidado estiver o Mercosul, mais forte será a posição do bloco nas negociações comerciais internacionais, como, por exemplo, na definição das bases da Alca.

Dado que as escolhas de regimes cambiais feitas em situações extremas, seja no contexto de uma inflação crônica, seja no calor de crises financeiras, dificilmente são bem-sucedidas e garantem estabilidade a longo prazo, a idéia de realizar uma gestão macroeconômica conjunta no âmbito regional surge como uma alternativa a ser seriamente considerada.

Este projeto deve ter como plano de trabalho um horizonte temporal mais amplo e resultar em ganhos de estabilidade macroeconômica e financeira, bem como fortalecer a posição do bloco, tanto em foros de negociação comercial, como diante dos organismos financeiros multilaterais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agosin, Manuel R. (2000) Fortaleciendo la institucionalidad financiera en Latinoamérica. Santiago, Chile: CEPAL Serie *Temas de coyuntura*, N° 9.

Ardy, Brian (2000) A question of fit for EMU: process and policy in the fiscal domain. *One Europe or Several? Working Papers* 13. (www.one-europe.ac.uk/pdf/wp13.pdf)

Arroyo, Heliodoro T. (2002) Latin America's integration processes in the light of the EU's experience with EMI. European Commission. Directorate General Economic and Financial Affairs. *Economic Papers* N°173 July 2002, Brussels.

Baer, Monica (1995). Sistema Financeiro Internacional. Oportunidades e Restrições ao Financiamento ao Desenvolvimento in *Novos Estudos* N° 42, São Paulo, julho.

Berg, Andrew, E. Borensztein e P. Mauro (2002). An evaluation of monetary regime options for Latin America. *IMF Working Paper*, 02/211.

Bernal-Meza, Raúl (2001) Argentina. La crisis del desarrollo y de su inserción internacional. *Europa-América Latina, Análisis e informaciones*. N°1. São Paulo: Fundación Konrad Adenauer.

Bayoumi, Tamim e Barry Eichengreen (1998) Exchange rate volatility and intervention: implications of the theory of optimum currency areas. In *Journal of International Economics* 45: 191-209.

Bénassy-Quéré, Agnès, Benoit Coeuré (2002) *Économie de l'euro*. Paris: La Découverte.

Bender, Siegfried (1997) Implicações da unificação europeia sobre o sistema bancário na Alemanha. In *Economia Aplicada*, Vol. 1 N° 3.

Bernal-Meza, Raúl (2001) Argentina. La crisis del desarrollo y de su inserción internacional. *Europa-América Latina, Análisis e informaciones*. N°1 mayo 2001. São Paulo: Fundación Konrad Adenauer.

Buch, Claudia M. e Stefan M. Golder (2000) Domestic and foreign banks in Germany: do they differ?. *Kiel Working Paper* N° 986. Kiel.

Buch, Claudia. (2001a) Financial market integration in a monetary union. *Kiel Working Paper* N° 1062. Kiel.

_____. (2001b) Cross-border banking and transmission mechanism: the case of Europe. *Kiel Working Paper* N° 1063. Kiel.

- Buti, Marco, Werner Roeger e Jan in't Veld (2001) Monetary and fiscal policy interactions under a stability pact. European University Institute Badia Fiesolana. San Domenico.
- Cabral, I. F. Dierick e J. Vesala (2002) Banking integration in the euro area. European Central Bank *Occasional Paper Series* N°6, Frankfurt am Main, December 2002.
- Calcagno, Alfredo e Sandra Manuelito 2001. La convertibilidad argentina: ¿un antecedente relevante para la dolarización de Ecuador? Santiago, Chile: CEPAL Serie *Estudios estadísticos y prospectivos*.
- Canuto, Otaviano e Márcio Holland (2001) Macroeconomic interdependence and exchange rate regimes in Latin America. Paper apresentado na Conferência internacional "Arquitetura financeira internacional: e alternativas de reforma" IBRE-FGV e Fundação Konrad Adenauer, 25-26 de junho de 2001.
- _____ (2002) Flutuações cambiais, estratégias de políticas monetárias e metas de inflação. In *Ensaio FEE*, Ano 23, N°1.
- Cintra, Marcos A. M. e Maria Cristina P. Freitas (orgs.) (1998) *Transformações institucionais dos sistemas financeiros. Um estudo comparado*. São Paulo: Fundap-Fapesp.
- Clarida, Richard, Jordi Gali, Mark Gertler, (2001). Optimal monetary policy in open versus closed economies: an integrated approach. In *American Economic Review* 91, N° 2: 248-252.
- Communautés européennes. (1999) *Union Européenne – Recueil des traités*. (<http://europa.eu.int>)
- De Bandt, Olivier e E. Philip Davis (1999). A cross-country comparison of market structures in european banking. *European Central Bank Working paper series* N° 7, Frankfurt am Main, September 1999.
- Deroose, Servaas e Sven Langedijk (2001). Economic policy co-ordination in EMU: accomplishments and challenges. Brussels: European Commission. Directorate General Economic and Financial Affairs.
- Eichengreen, Barry (1990) One money for Europe? Lessons from the US currency union. In *Economic Policy*, 10, April: 117-187. London-Paris: Center for Economic Policy- Maison des Sciences de l'Homme.
- _____ (1997) *European Monetary Unification: theory, practice and analysis* (2nd print.) Cambrigde: Massachusetts Institute of Technology.

_____ (1998a) *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. (4th print.) Princeton: Princeton University Press.

_____ (1998b) Does Mercosur need a single currency? Trabalho apresentado na Conferência "Alca and Mercosur: the Brazilian economy and the processes of subregional and hemispheric integration", IPEA, Brasília, 5-6 outubro de 1998. (disponível também em: <http://papers.nber.org/papers/wp6821>)

_____ (2001) What problems can dollarization solve? University of California, Berkeley, January 2001, mimeo.

Eichengreen, Barry e Carlos Arteta (2000) Banking crises in emerging markets: presumptions and evidence, august 2000, mimeo.

Escaith, Hubert, Christian Ghymers e Rogério Studart. (2002) Regional integration and the issue of choosing an appropriate exchange rate regime in Latin America. Santiago, Chile: CEPAL Serie *Macroeconomía del desarrollo*, N°14.

European Central Bank (1999) Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term. (www.ecb.int)

European Commission. Directorate General Economic and Financial Affairs. (2002a) *Co-ordination of economic policies in the EU: a presentation of key features of the main procedures*. Brussels.

European Commission. Directorate General Economic and Financial Affairs. (2002b) *Economic Papers* N°171 Report by the Economic and Financial Committee (EFC) on EU financial integration Brussels. ([//europa.eu.int/comm/economy_finance](http://europa.eu.int/comm/economy_finance))

European Commission. Communication of the Commission (1999) *Financial Services: implementing the framework for financial markets – Action plan*. Brussels: Com (1999) 232,11.05.99.

European Commission. Directorate Economic and Financial Affairs. (1998) *The Euro: explanatory notes*. Brussels.

Faugère, Jean-Pierre e Colette Voisin (1990) *Le système financier et monétaire international, crises et mutations*. Paris: Editions Nathan.

Fendt, Roberto e Maria Antonieta D. T. Lins (orgs.)(2002). *Arquitetura assimétrica. O espaço dos países emergentes e o sistema financeiro internacional*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.

Frankel, Jeffrey, Andrew K. Rose (1996) The endogeneity of the optimum currency area criteria. NBER Working Paper N° 5700.

Freitas, Maria Cristina P. e Daniela M. Prates (2002) Reestruturação do sistema financeiro internacional e países periféricos. *Revista de Economia Política*. Vol 22 Nº2 (86) abril-junho 2002.

_____. (2000). La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México. In *Revista de la CEPAL*, 70, abril.

Fry, Maxwell, Charles Goodhart e Álvaro Almeida. (1996) *Central Banking in Developing Countries. Objectives, activities and independence*. London: Routledge.

Galati, Gabriele e Kostas Tsatsaronis (2001) The impact of the euro on Europe's financial markets. *BIS Working Papers* Nº 100, Basle.

Giambiagi, Fabio e Igor Barenboim. (2002) A unificação monetária alemã: lições para uma possível moeda comum entre Brasil e Argentina. In *Revista do BNDES*, 9 (18), 85-120.

Giambiagi, Fabio. (1999) Mercosul: por que a unificação monetária faz sentido a longo prazo? *Ensaio BNDES* Nº12, Rio de Janeiro.

_____. (2001) A moeda comum como base do crescimento do Brasil e da Argentina. In *Revista do BNDES*, 8 (16), 119-166.

Goddard, John, Philip Molyneux, John O. S. Wilson. (2001) *European Banking: efficiency, technology and growth*. London: John Wiley & Sons.

Ghymsers, Christian. (2001) La problemática de la coordinación de las políticas económicas. *Serie Macroeconomía del Desarrollo* Nº 10. División de Desarrollo Económico. Santiago de Chile: CEPAL.

Griffith-Jones, Stephany (2000) International Capital Flows to Latin America, *Serie Reformas económicas*, 55, CEPAL.

Guerot, Ulrike.(2001) A União Econômica e Monetária Européia: razão de seu surgimento, suas estruturas e conseqüências políticas. In Hofmeister, W. e Trein, F. (orgs.) *Anuário Brasil-Europa 2000: Instituições e integração*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.

Hallerberg, Mark e Jürgen von Hagen. (2001) Forms of governance and the design of fiscal rules in European Union countries 1998-2000. Trabalho apresentado no 2001 Annual Meetings of the American Political Science Association, San Francisco.

Heinsohn, Gunnar e Otto Steiger (2002) The Eurosystem and the art of central banking. *Working paper* B11, Zentrum für Europäische Integrationforschung, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität, Bonn.

Hermann, Jennifer e Rogério Studart. (2000) O desenvolvimento financeiro e o processo de integração financeira no MERCOSUL: tendências e perspectivas. *Anais ANPEC*, 2000.

IMF (2002) *Global Financial Stability Report. Market Development and Issues*. Washington, September 2002.

Issing, Otmar (2002a) Monetary policy in a changing economic environment. Pronunciamento no Simpósio Rethinking Stabilization Policy, Jackson Hole, 30 de agosto de 2002. (www.ecb.int)

_____ (2002b) Monetary policy in a world of uncertainty. Pronunciamento no Economic Policy Forum, Banque de France, Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales, Université Aix-Marseille, Paris, 9 de dezembro de 2002. (www.ecb.int)

Kaelberger, Matthias. (2001) *Money and Power in Europe: The political economy of monetary european cooperation*. Albany: State University of New York Press.

Kenen, Peter B. (2002) Currency areas, policy domains and the institutionalization of fixed exchange rates. Princeton University, mimeo.

_____ (1969) The theory of optimum currency areas: an eclectic view In: Mundell, R. e A. K. Swoboda (Eds.). *Monetary problems of the international economy*. Chicago: The University of Chicago Press.

Levitt, Malcolm e Christopher Lord. (2000) *The political economy of monetary union*. The European Union Series. London: Macmillan Press.

Mattar, Jorge, Juan Carlo Moreno-Brid, Wilson Peres (2002) Foreign investment in Mexico after economic reform. *CEPAL- Serie Estudios y Perspectivas*. Sede Subregional en México.

Mc Callum, Bennett T. (1999) Theoretical issues pertaining to monetary unions. Cambridge: National Bureau of Economic Research. *Working Paper* N° 7393. (<http://www.nber.org/papers/w7393>)

McKinnon, Ronald. (1963) Optimum currency areas. In *American Economic Review* 53: 717-724.

_____ (2001) Optimum currency areas revisited. Trabalho apresentado na conferência “When is a national currency a luxury?” Propects for transition economies and lessons from experience. London Business School.

Mercosul (2000). Declaração presidencial sobre convergência macroeconômica. XIX Reunião do Conselho do Mercosul, Florianópolis, dezembro de 2000. (www.mre.gov.br/xixmercosul/textos)

Mishkin, Frederic, Miguel Savastano (2001) Monetary policy strategies for Latin America. *Journal of Development Economics*. Vol. 66 p.415-444.

Mongelli, Francesco P. (2002) “News” views on the optimum currency areas theory: what is EMU telling us? European Central Bank. *Working Papers Series*, N° 138.

Morandé, Felipe, Matías Tapia (2002) Exchange rate in Chile: from the band to floating and beyond. Paper apresentado no Latin American Meeting of the Econometric Society., FGV-EAESP, São Paulo, 24-27 julho 2002.

Mundell, Robert. (1961) A theory of optimum currency areas. In *American Economic Review* 51: 657-665.

_____. (1994) The european monetary system 50 years after Bretton Woods: a comparison between two systems. Trabalho apresentado em “Incontri di Rocca Salimbeni”, Siena.

O'Mahony, Angela (2001). Determinants of monetary regimes: the interrelated choices of monetary policy exchange rates and capital restriction. Paper apresentado na American Political Science Association Meeting, San Francisco.

Rogoff, Kenneth (2001) Why not a global currency? In *American Economic Review* 91, N°2: 243-247.

Schweickert, Rainer (2000) Crashes der Währungen – Erfahrungen mit internationalen Festkurssystemen. In: Conrad, Christian e Markus Stahl (Hrsg.) *Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten. Systemrisiken, Crashpotential, Anlagemanagement, Risikosteuerung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Stallings, Barbara e Rogerio Studart (2001) Financial regulation and supervision in emerging markets: The experience of Latin America since the Tequila Crisis. Santiago, Chile: CEPAL *Serie Macroeconomía del desarrollo*.

Van Bergeijk, Peter A. G. e Jan Mark Berk. (2001) The Lucas Critique in practice: an empirical investigation of the impact of the European monetary integration on the term structure. Institute of Empirical Research in Economics, University of Zurich, Working Papers Series N° 82.

Von Hagen, Jürgen e Matthias Brückner. (2001) Monetary policy in unknown territory. The European Central Bank in the early years. *Working paper* B18, Zentrum für Europäische Integrationforschung, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität, Bonn.

Von Hagen, Jürgen e Rolf Strauch. (1999) Tumbling giant: Germany's experience with the Maastrich fiscal criteria, *Working paper* B5, Zentrum für Europäische Integrationforschung, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität, Bonn.

Winterberg, Jörg M. (1998) *O debate sobre a União Econômica e Monetária Européia*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.

Wyplosz, Charles (2002a) Fiscal discipline in emerging market countries: how to go about it? Paper preparado para a Conferência "Fiscal stability and development in emerging economies: steps forward for bankers and financial authorities", Forum on Debt and Development, Amsterdam, maio de 2002.

_____ (2002b) The stability pact meets its fate. Paper apresentado no encontro "Euro 50 Group", Paris, novembro de 2002.

Zeppernick, Ralf (2001) Die Zukunft des Mercosur. In *Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik*. 90 (4/2001).