

**Moeda Única no Mercosul: uma análise da simetria a choques para o período 1995-2007**  
**XXXVI ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA - Área 6 - Economia Internacional**  
**Javier Morales Sarriera<sup>1</sup>, André Moreira Cunha<sup>2</sup> e Julimar da Silva Bichara<sup>3</sup>**

**Abstract**

In MERCOSUR, the monetary and financial integration currency is back to the negotiating agenda. It has created new mechanisms of cooperation, such as the Structural Convergence Fund (2006), the Bank of the South (2007) and the use of the Argentine peso and the Brazilian real as currency to compensate international transactions. In this new context, this article aims to assess the potential for greater monetary integration in MERCOSUR, considering the entry of Venezuela. We use a model VAR / VEC of symmetry, impulse-response analysis and decomposition of the variance to analyze the possibility of a monetary unification in the region. The results obtained reveal that responses to external shocks are asymmetric. As a consequence any attempt to creation of a single currency for the Mercosur would face major difficulties of coordination and macroeconomic convergence.

**Keywords:** Monetary integration, single currency, MERCOSUR

**JEL:** F35, F15

**Resumo**

A integração monetária e financeira está de volta à agenda no Mercosul. Novos mecanismos de cooperação têm sido criados, tais como o Fundo Estrutural de Convergência (2006), o Banco do Sul (2007) e a possibilidade da utilização de pesos argentinos e reais brasileiros para a liquidação de transações internacionais. Neste novo contexto, o presente artigo avalia o potencial para uma maior integração monetária na região, considerando a entrada da Venezuela. São utilizados modelos VAR-VEC, e análises impulso-resposta e de decomposição da variância para avaliar a possibilidade da unificação monetária na região. Os resultados obtidos revelam uma assimetria a choques externos. Por decorrência, tentativas de se estabelecer uma moeda única para o Mercosul esbarrariam em importantes dificuldades de coordenação e convergência macroeconômica.

**Palavras-chave:** Integração monetária, moeda única, Mercosul.

**Introdução**

Neste início de século XXI, o processo integracionista sul-americano vem experimentando uma dinâmica de importantes transformações. Por um lado, o Mercosul em sua formatação tradicional atravessou uma fase controversa quanto à eficácia da sua estrutura de integração, por outro, novos fatos no cenário internacional, como a inserção da Venezuela como país membro, a associação dos demais países da América do Sul para a constituição de uma União Sul-Americana de Nações (Unasul), além da estagnação das negociações da ALCA, reacenderam o debate sobre a expansão do bloco econômico. No âmbito monetário e financeiro as atuais lideranças dos principais países da região voltam a sugerir que a criação de uma moeda única é um dos objetivos finais da integração regional. Novos mecanismos de cooperação foram criados e/ou estão em fase de implementação, como o Fundo de Convergência Estrutural (2006), o Banco do Sul (2007), a utilização do peso argentino e do real para a compensação de pagamentos entre Argentina e Brasil, para citar as mais importantes. A região parece estar se alinhando às tendências de maior cooperação financeira, nos termos sugeridos pela Unctad (2007).

Em sua recente análise sobre estes temas, a Unctad (2007) chega a uma conclusão normativa forte de que “não há (melhor) alternativa” disponível para as principais economias emergentes que a integração regional. Subjacente ao argumento está um pessimismo quanto ao avanço de reformas mais profundas na arquitetura financeira internacional. Assim, em um ambiente de finanças globalizadas e liberalizadas os países não teriam condições de conter, por meio de suas políticas e arranjos macroeconômicos e fortalecimento de instituições domésticas, as tendências disruptivas geradas pelos ciclos financeiros

<sup>1</sup> CEMFI/Espanha. E-mail: javiermsarriera@hotmail.com

<sup>2</sup> Professor do Departamento de Economia da UFRGS e Pesquisador do CNPq. E-mail: amcunha@hotmail.com

<sup>3</sup> Universidade Autônoma de Madri. E-mail: jsbichara@hotmail.com

exogenamente determinados. Por isso o incentivo à construção de mecanismos de cooperação financeira em âmbito regional, para o financiamento de curto prazo de desequilíbrios externos, para o financiamento do desenvolvimento e para a estabilização dos preços-chave, particularmente a taxa de câmbio.

Por força do exemplo europeu e dos desdobramentos normativos das teorias convencionais sobre integração econômica, as idéias sobre “convergência macroeconômica” e “moeda única” povoam o imaginário de pesquisadores e tomadores de decisão na esfera política. Não à toa ela aparece desde os primórdios da criação da ALALC-ALADI e do próprio Mercosul, sendo reafirmada em muitos momentos. Entretanto, procurou-se evidenciar que há, no caso latino-americano (ou, em um recorte mais estrito, sul-americano), um nítido divórcio entre “intenções” e “resultados concretos”. Em grande medida este fato parece estar associado aos episódios recorrentes de crises financeiras domésticas, que forçam estes países a adotar políticas que visam corrigir desequilíbrios passados – a inflação crônica, por exemplo – mas que acabam gerando novas perturbações – vulnerabilidades externas e fiscais – que conduzem a novas crises, criando uma intensa volatilidade nos preços macroeconômicos fundamentais e no crescimento. Este tipo de ambiente não favorece ao aprofundamento do comércio regional e da cooperação econômica (e política) intra-bloco. Mais grave, impede que qualquer objetivo mais robusto de convergência de arranjos e desempenho saia do plano retórico.

Neste estudo, analisa-se a possibilidade de uma expansão do nível de integração no Mercosul ampliado – considerando a entrada da Venezuela – para uma União Monetária. Através da análise das políticas monetárias e cambiais adotadas pelos membros do bloco, de medidas de intercâmbio comercial e com o auxílio de um modelo econométrico VAR/VEC de simetria, com análise de impulso-resposta e decomposição de variância, são buscadas evidências quanto à possibilidade da unificação da moeda. Os resultados alcançados apontam para uma atual utilização de políticas econômicas díspares no Mercosul, apesar de haver uma tendência para a adoção de regimes de metas de inflação e câmbio flutuante. Nesse sentido, a Venezuela é o país menos integrado no Mercosul, possuindo os menores índices de intercâmbio comercial entre os demais membros do bloco, e praticando políticas econômicas incongruentes com a tendência do bloco. O modelo econométrico desenvolvido corroborou com a hipótese de ausência de simetria de choques, pois, enquanto a Argentina, o Uruguai e a Venezuela apresentaram relações de co-integração entre as variáveis inseridas (crescimento do PIB do país, crescimento da economia mundial e taxa de câmbio real), no Brasil não foi encontrada relação de longo prazo. Entre os modelos dos três países em que houve co-integração, as respostas das suas economias, oriundas de choques externos, foram assimétricas. Estes resultados sugerem que qualquer tentativa de constituição de uma moeda única para a região esbarraria em dificuldades importantes de coordenação e convergência macroeconômica.

## **2. Algumas Considerações Teóricas: áreas monetárias ótimas e coordenação de políticas**

A análise dos processos de integração monetária toma por referência inicial a “teoria das áreas monetárias ótimas” (TAMO, de agora em diante), desenvolvida a partir dos trabalhos pioneiros de Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969). Procura-se verificar sob que circunstâncias um conjunto de economias teria vantagens em abrir mão da autonomia na gestão macroeconômica, especialmente nas áreas monetária e cambial, em nome da adesão a um arranjo de câmbio fixo ou, no limite, a uma “moeda única”. Em geral, sugere-se que quanto maior o grau de integração e, assim, quanto mais convergente o ciclo dos negócios entre as respectivas economias, maiores tenderiam a ser as chances de sucesso na sua implementação. A unificação monetária européia inspira a literatura recente sobre o tema, como nos trabalhos de Frenkel & Rose (1996), Rose & Engel (2000), Alesina *et al.* (2002) e De Grawe, 2003. Assim, a teoria econômica e a experiência histórica sugerem que a viabilidade da integração monetária está condicionada por uma série de fatores, dentre os quais: (i) a profundidade dos vínculos comerciais e financeiros dos países que compõem o “bloco” a ser unificado; (ii) a mobilidade de fatores entre as economias (e a flexibilidade dos mercados de fatores); (iii) o grau de convergência entre o ciclo econômico destes países (movimentos conjuntos de preços, renda, etc.); (iv) a construção de uma base institucional adequada, que uniformize as políticas fiscal, monetária, etc., e garanta a constituição de um ambiente de negócios onde as distorções sejam minimizadas, de modo a evitar arbitragens regulatórias; e (v) a existência de “lideranças regionais” aptas e dispostas a pagar o preço da “unificação”, criando estabilizadores institucionais que mitiguem os conflitos potenciais e reais.

Acima de tudo, quando se toma o caso europeu como referência, deve-se lembrar que a integração, especialmente no que se refere à criação de uma moeda única, é um imperativo político que transcende ao preenchimento estrito de critérios econômicos previamente alcançados, como sugere a teoria das áreas monetárias ótimas. Até porque, segundo sugere parte da literatura, o Euro foi implementado a partir de um processo que não partiu de um preenchimento prévio dos critérios daquela teoria<sup>4</sup>. Ainda assim, pode-se tomar dessa tradição analítica a idéia de que quanto mais um grupo de economias se afasta dos critérios “ótimos”, mais difícil tende a ser o esforço de construção política de um dado arranjo de integração monetária. Neste sentido, há uma tradição teórica complementar à das áreas monetárias ótimas, que enfatiza a dinâmica de convergência de políticas, especialmente no plano macroeconômico. Autores como Cooper (1985) e Currie (1987) são referências no estudo de coordenação política, e os principais aspectos das suas elaborações estão resumidos nesta seção.

A coordenação política é definida como uma forma de planejar ou fixar conjuntamente ao menos um instrumento de política econômica (Currie, Levine e Vidals, 1987). De acordo com a teoria, países que possuem relações de interdependência estarão em melhor situação elaborando suas políticas econômicas de maneira conjunta. Contudo, a coordenação internacional é um sistema que impõe restrições, principalmente relativas a autonomia, pois o país envolvido deve abdicar do controle unilateral das suas políticas econômicas em favor da decisão tomada por uma série de países. É importante diferenciar coordenação de cooperação econômica. A coordenação econômica é uma extensão da cooperação, pois ela pode ser apenas uma troca de informações e opiniões entre governos, devido a isso, os custos da cooperação são significativamente menores em comparação com os custos de coordenação de políticas. Dessa forma, uma simples cooperação não implica modificações nas políticas econômicas nacionais. Por outro lado, a coordenação é um nível de integração muito superior, pois assume que os governos devem sentar-se a uma mesa para dialogar e decidir políticas comuns para alcançar determinados objetivos; ou seja, considera a existência de organismos internacionais de decisão.

A coordenação das políticas econômicas é racional e eficiente apenas quando existe algum grau de interdependência econômica entre os países envolvidos. O conceito de interdependência está relacionado com a TAMO e com a definição de uma área monetária ótima: a coordenação política só será eficiente caso as existam as condições de simetria de choques, mobilidade da força de trabalho e flexibilidade salarial. Referente à interdependência, Cooper (1985) sugere a utilização desse termo para referir-se ao grau de influência de uma economia em outra. Dessa forma, consideram-se as variáveis econômicas nacionais e seus impactos marginais nos países interdependentes.

A interdependência diferencia-se de abertura econômica: a abertura é uma única medida (volume de comércio sobre PIB) que envolve diminuição de barreiras tributárias e não-tributárias; a interdependência, por sua vez, é uma relação marginal, tal como a propensão de importação de um país ao outro. Também podemos separar interdependência de integração econômica – é possível que as duas não coexistam, apesar de que uma integração econômica pode levar a um maior nível de interdependência econômica, e a preexistência de uma interdependência econômica faça com que integração seja mais eficiente.

Pode-se diferenciar três tipos de interdependência econômica, de acordo com as distinções elaboradas por Cooper (1985) e Gandolfo (1994). A *interdependência estrutural* ocorre quando os acontecimentos de uma economia afetam imediatamente outra economia, e vice-versa, devido à sua abertura e ao forte intercâmbio comercial. Conseqüentemente, cada país terá um grande interesse nas alterações estruturais do país interdependente, prevendo possíveis *spillovers* sob a sua própria economia. A *interdependência referente aos objetivos de política econômica* implica que uma economia deve estar atenta aos rumos da política econômica seguida pela outra, o que pode ser trivial, caso os objetivos sejam os mesmos. A *interdependência política* funciona de maneira que a trajetória ótima de política econômica executada por um país depende diretamente das ações políticas tomadas pelo outro. A interdependência política deriva dos dois tipos anteriores de interdependência.

Para averiguar a interdependência econômica e visualizar a possibilidade de otimizar os resultados com políticas econômicas conjuntas, podem ser utilizados modelos de jogos estratégicos. A interdependência política é normalmente modelada como um jogo estratégico entre dois países cujas decisões de política econômica afetarão o resultado do outro, no qual cada jogador pode antecipar as

---

<sup>4</sup> Para uma síntese da literatura, ver Alesina *et al.* (2002) e De Grawe, 2003.

ações do país interdependente. Nessa elaboração, as duas economias envolvidas têm duas opções de política econômica: a política restritiva e a política expansionista. Os objetivos são, por um lado, expansão ou desaceleração do crescimento (de acordo com a política escolhida), e, pelo outro, o equilíbrio da conta corrente. Neste modelo, o câmbio é considerado fixo entre os países. O quadro abaixo exemplifica a matriz de resultados derivada da teoria dos jogos:

**Tabela 1 – Matriz de Ganhos da Política Monetária em Países Interdependentes**

		País A	
		Política Restritiva	Política Expansionista
País B	Política Restritiva	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Desaceleração em ambos.</li> <li>- Conta Corrente = 0.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Não há alteração no nível de emprego.</li> <li>- Conta Corrente superavitária em “A”</li> </ul>
	Política Expansionista	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Não há alteração no nível de emprego.</li> <li>- Conta Corrente superavitária em “B”.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Expansão em Ambos.</li> <li>- Conta Corrente = 0.</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria.

Verifica-se, através da análise da matriz de ganhos acima, que caso a decisão seja de realizar políticas sincronizadas, os resultados sempre serão ótimos. Se “A” e “B” optarem pela adoção de uma política restritiva, os dois estarão gerando uma desaceleração em suas economias e equilibrando as suas contas correntes, atingindo o objetivo previamente estabelecido. Caso a estratégia seja a expansão do nível de emprego, os dois países devem optar por uma política semelhantemente expansionista, gerando, assim, expansão e equilíbrio na conta corrente.

Por outro lado, se “A” e “B” – países interdependentes no exemplo, optarem por políticas econômicas divergentes, os resultados obtidos não serão os previstos. Quando o primeiro utiliza-se de uma política expansionista e o outro de uma política restritiva, de acordo com a matriz de ganhos, não haverá alteração no nível de emprego em nenhum dos dois. Além disso, a conta corrente não estará em equilíbrio, pelo contrário, o país que optar pela política expansionista terá como resultado um superávit em conta corrente. Sendo assim, somente a coordenação levaria à situação desejada.

Essa simples demonstração, através da utilização de um jogo estático, é útil para exemplificar que a coordenação econômica é ótima quando há interdependência. Contudo, o modelo apresentado serve apenas como um exemplo singelo, pois possui problemas por ser estático, por assumir que os países são iguais e que há apenas dois objetivos e duas políticas econômicas possíveis. Adicionando outras variáveis e tornando o jogo dinâmico, os resultados seriam menos óbvios e menos simétricos. O autor afirma que os objetivos de política seriam normalmente mais flexíveis e que existiria um *trade-off* entre eles. Porém, outros modelos de maior complexidade continuariam mantendo os fundamentos dos resultados destacados anteriormente.

Hamada (1976) elaborou um modelo no qual o objetivo do governo é maximizar o bem-estar social, variável que depende positivamente do grau de realização dos objetivos, e negativamente das restrições apresentadas pelo sistema econômico e da ação dos demais países. Nesse modelo, a interdependência econômica é evidente quando a ação dos demais países implica modificações na função de bem-estar. Considerando que há interdependência, um país não conseguirá alcançar os seus objetivos atuando unilateralmente. Utilizando o modelo microeconômico de duopólio de Cournot<sup>5</sup>, Gandolfo (1994), seguindo o modelo de Hamada (1976), alcança três resultados diferentes: (i) o ótimo de Pareto é

<sup>5</sup> Para uma análise matemática dos resultados, ver Gandolfo (1994), capítulo 20.

alcançando com uma solução cooperativa, na qual os países coordenam suas medidas de política econômica para maximizar o bem-estar social, dada as restrições; (ii) na solução Nash-Cournot, cada país maximiza o seu bem-estar escolhendo a política ótima dada, a escolha do outro país, sem antecipar a resposta do outro à sua ação; e (iii) a solução Stackelberg-Nash também não será uma solução ótima. Para o país líder, essa solução sempre será mais eficiente que (ii), pois se considera que as suas decisões terão influência nas decisões do outro. O país seguidor estará em uma situação indefinida a priori, podendo ser melhor ou pior do que na situação de Stackelberg-Nash.

Portanto, nos modelos observados, a melhor solução que conduz a um ótimo social é a coordenação internacional quando existe um alto grau de interdependência econômica. As demais soluções não cooperativas são ineficientes ao não permitir a maximização da função de bem-estar social. O autor conclui que a interdependência tem três conseqüências principais: as decisões de política econômica tomadas por um país afetam ao outro; as políticas internas são menos eficientes, devendo ser despendido um maior esforço para alcançar um determinado objetivo; por conseguinte, é ótimo coordenar políticas na existência de interdependência.

A literatura supracitada sugere que o estabelecimento de uma coordenação cambial entre os países de uma área monetária ótima pode implicar ganhos e perdas de eficiência monetária. Dentre as principais vantagens estão: (i) a eliminação de custos de transação provenientes da conversão entre as moedas; (ii) a redução do custo de contabilidade e maior previsibilidade dos preços relativos para as empresas que atuam no mercado internacional; (iii) o isolamento da economia das perturbações monetárias e de bolhas especulativas que podem ser causadas por flutuações temporárias na taxa real de câmbio; e (iv) as pressões políticas para a proteção das exportações, derivadas de mudanças bruscas na taxa de câmbio real, que tendem a ser menores.

Sabendo que muitas vezes é racional aplicar políticas econômicas coordenadas, na teoria são identificados seis tipos possíveis de coordenação. No quadro abaixo estão descritos os tipos de coordenação, ordenados hierarquicamente de acordo com os níveis existentes – quanto maior a coordenação, mais elevados serão os benefícios e os custos. Os primeiros níveis de integração abaixo descritos podem ser caracterizados por simples cooperação entre países, na qual não há coordenação, de acordo com a definição adotada previamente.

**Tabela 2 – Níveis de Coordenação de Política Econômica**

<b>Nível de Coordenação</b>	<b>Características Básicas</b>	<b>Nível de Decisão</b>	<b>Benefícios Potenciais</b>
<b>Troca de informações</b>	Livre troca de informações sobre objetivos e prioridades da política econômica.	Descentralizado e Autônomo.	Através da eliminação de informações incompletas e incorretas sobre política econômica.
<b>Administração de crises</b>	Surge como resposta a crises internacionais e envolve cooperação relacionada exclusivamente com a crise.	Descentralizado e Autônomo.	Através de maior troca de informações.
<b>Evitar conflitos entre os objetivos em comum</b>	Surge quando os países têm objetivos similares (ex.: câmbio) e não são capazes de resolvê-los através de intervenção política.	Descentralizado, com menor grau de autonomia.	Resultado de acordos que limitam a possibilidade que os países fixem objetivos incompatíveis ou concorrentes.
<b>Coordenação de objetivos intermediários (coordenação cambial)</b>	É um grau de coordenação limitado e surge quando os países coordenam conjuntamente as variáveis que formam as principais conexões e <i>spillovers</i> entre eles. Nesse caso, as variáveis são tratadas como objetivos intermediários, sendo instrumentos para alcançar o melhor resultado.	Menor grau de descentralização e de autonomia. Não há órgãos internacionais que façam supervisão e garantam os acordos.	O melhor exemplo desse nível de coordenação é a coordenação cambial. Os benefícios são resultado da menor flutuação do câmbio, maior nível de confiança e menor possibilidade de ser atingido por crises internacionais.
<b>Coordenação parcial (União Monetária)</b>	Os países cooperam para alcançar alguns objetivos de acordo com alguma regra estabelecida. Normalmente, se refere à coordenação de política monetária, sem considerar a política fiscal.	Decisão internacional sobre os objetivos acordados. Há certa autonomia em relação aos demais objetivos.	Maior estabilidade monetária, maior fortaleza monetária e menores incertezas.

<b>Coordenação completa (União Política e Econômica)</b>	Os países adotam um processo de negociação sobre todos os objetivos e instrumentos de política econômica, como podem ser a política fiscal, monetária e cambial.	Centralizado.	Máximo benefício da coordenação. Alcança o ótimo de Pareto.
--	--	---------------	---

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com a classificação acima, pode-se tentar encaixar o Mercosul em um nível de coordenação de acordo com os critérios estabelecidos. O Mercosul não possui nenhum órgão internacional de regulação que tenha poder de controle e sanção. Além disso, no Mercosul, as decisões de política econômica são tomadas individualmente, em nível descentralizado. Com isso, pode-se, sugestivamente, encaixar o bloco econômico no nível de “Administração de Crises”. Apesar de que nos momentos de crises internacionais (tais como as crises do México, Asiática e Argentina) os países distanciaram-se e ocorreram conflitos comerciais, os órgãos do Mercosul estiveram presentes e ativos, reunindo-se para trocar informações e tentar esclarecer as políticas dos países do bloco.

Pode-se verificar, também, que quanto maior o nível de coordenação, torna-se cada vez mais necessário que os países tenham uma política comum no âmbito cambial. A taxa de câmbio é o principal determinante e instrumento para a coordenação econômica, já que é a variável que une diretamente as economias dos países interdependentes. Além disso, também é necessário um nível crescente de credibilidade conforme maior a coordenação, pois diminui as incertezas e os movimentos especulativos.

Apesar dos benefícios da coordenação de políticas econômicas entre países interdependentes já expostos, Cooper (1985), Currie *et alli* (1987) e Gandolfo (1994) destacam uma série de obstáculos e perigos de estabelecer tal integração (conflitos entre objetivos e instrumentos, incerteza quanto ao modelo implantado, perda de autonomia, ausência de liderança, etc.). Apesar disso, a teoria da coordenação de políticas econômicas e os modelos aqui resumidos enfatiza que quanto maior o grau de coordenação de políticas entre países interdependentes, melhores serão os resultados potenciais em termos de estabilidade macroeconômica e redução da vulnerabilidade a choques externos. É com base nestas considerações teóricas, que se procura, na seqüência, avaliar o Mercosul do ponto de vista da convergência econômica, sob inspiração da TAMO, e da convergência de políticas.

### 3. Integração Monetária no Âmbito do Mercosul: breve histórico das iniciativas

A questão da integração monetária tem estado presente desde as origens dos esforços regionais de integração na América Latina. Suas raízes encontram-se nos acordos firmando no âmbito da ALALC<sup>6</sup>. Por mais antigo que seja tal objetivo, na prática pouco se avançou. As medidas até agora tomadas não superam o *status* da troca de informações e (tentativas, em geral frustradas) de administração de crises. Desde 2003, os presidentes de Argentina e Brasil têm sinalizado de forma mais incisiva para a importância desse tema, dadas as conseqüências econômicas e políticas das diversas crises cambiais que vêm afetando a região nos últimos anos.

Foi no âmbito da ALALC que se deram os primeiros passos em direção à cooperação monetária e financeira entre os países membros do Acordo, entre os quais estavam os países que hoje conformam o Mercosul. Na época foi criado o Conselho de Política Financeira e Macroeconômica, com o intuito de aproximar as autoridades econômicas dos países. Essa instituição segue existindo na ALADI, sob a denominação de Conselho de Assuntos Financeiros e Monetários, sendo formada pelos presidentes dos Bancos Centrais, realizando funções consultivas e troca de informações. A decisão mais importante já tomada por este órgão foi o estabelecimento do “Acordo de Pagamentos de Créditos Recíprocos” entre os países da ALALC, no que também ficou conhecido como “Acordo do México”. Ele foi firmado em setembro de 1965, e ratificado pela ALADI em 1982. Estabelece um mecanismo de compensação de

<sup>6</sup> Aliança Latino-Americana de Livre Comércio (ALALC), criada em 1960 e, posteriormente, em 1980, substituída pela Associação Latino-Americana de Integração (ALADI).

pagamentos em moedas conversíveis e livremente transferíveis<sup>7</sup>. Esse Acordo é muito importante porque permite a criação de um Fundo de Reservas, com o objetivo de dar sustentação aos balanços de pagamentos (BPs) dos países membros, outorgando créditos, garantido empréstimos de terceiros e melhorando as condições de investimento das reservas oficiais dos Bancos Centrais. De fato, foi criado um Fundo de Reservas para os países da Comunidade Andina, que opera naqueles termos, e se está estudando algo semelhante para o Mercosul.

Entre Argentina e Brasil, os maiores impulsionadores da formação do Mercosul<sup>8</sup>, a questão da integração monetária foi tratada, pela primeira vez, em 1986, com a assinatura do Protocolo nº 10 de Estudos Econômicos, e que tinha por objetivo “facilitar medidas que tendam a harmonizar as políticas econômicas dos dois países.”. Posteriormente, em 1987, assinou-se o Protocolo nº 20, onde se estabeleceu a necessidade de se iniciar um processo visando a criação de uma unidade monetária comum, o “Gaúcho”, que deveria ser “emitida e respaldada por um Fundo de Reserva Binacional”. Este, por sua vez, estaria ancorado nos recursos derivados do Acordo de Pagamentos e Créditos Recíprocos. Imaginava-se que os recursos para o Fundo viriam da ampliação gradual dos prazos de compensação das transações comerciais. Todavia, tal proposta, elaborada pela comissão brasileira não teve apoio e foi descartada.

A preocupação das autoridades com o problema da integração monetária continuou existindo, aparecendo no Tratado de Assunção, que criou o Mercosul, na forma do tema “Coordenação Macroeconômica”. Formalmente, esse tema foi colocado no mesmo nível de importância do que a livre circulação de mercadorias, definição da tarifa externa comum e da política comercial comum. Além disso, por decorrência do Tratado de Assunção (Anexo V) estabeleceu-se a estrutura institucional do sub-grupo de trabalho (SGT) nº 10, sobre a Coordenação de Políticas Macroeconômicas, vinculado ao Grupo do Mercado Comum (GMC). No âmbito desse SGT retomou-se, em 1993, o debate da IM, agora centrado no tema do estabelecimento de um arranjo cambial regional de bandas de flutuação que teriam por base de determinação as taxas reais bilaterais. Essa proposta feita pelo Brasil, e que implicaria a adoção do sistema de bandas a partir 1995, previa um período de transição para que se pudesse estabelecer um certo conjunto de regras, com destaque para: (i) a criação de uma Unidade de Referência Cambial (URC), para fixar as paridades centrais entre as moedas nacionais; e (ii) o estabelecimento de um sistema de bandas, uma estreita para os países grandes e outra larga, para os pequenos (Lavagna & Giambiagi, 1998). O objetivo central era o de implantar um sistema de coordenação cambial capaz de evitar as “desvalorizações competitivas”. Por isso mesmo a previsão de uma série de penalizações, dentre as quais o estabelecimento de sobre-taxas para quem desvalorizasse sua moeda. Imaginava-se, também, de um Fundo Regional de Intervenção para ser utilizado no caso de desvalorizações consideradas excessivas. Pela segunda vez, a (nova) proposta brasileira de IM foi rechaçada.

Em 1999, em plena crise cambial no Brasil, os presidentes dos países membros do Mercosul assinaram um comunicado conjunto, o chamado “Comunicado Extraordinário dos Estados Membros do Mercosul”, cujo objetivo era promover medidas capazes de fazer avançar a idéia da IM. Com o espírito do “relançamento do Mercosul”, a XVI Reunião Ordinária do Conselho do Mercosul (CMC), realizada em Assunção, em julho de 1999, decidiu<sup>9</sup> criar dois grupos de trabalho para aprofundar o tema. O “Grupo de Trabalho de Alto Nível de Coordenação de Políticas Macroeconômicas”, no âmbito das Reuniões de Ministros da Economia e Presidentes dos Bancos Centrais, com o objetivo de analisar as políticas econômicas dos países, com ênfase na questão da sustentabilidade intertemporal das contas públicas e externas. Ademais, tem a função de propor alternativas e métodos de coordenação de políticas macroeconômicas, junto a um programa de trabalho que envolve, por exemplo, a harmonização das estatísticas econômicas e financeiras. E o “Grupo Ad-Hoc de Acompanhamento da Conjuntura

---

<sup>7</sup> Durante um período de quatro meses os pagamentos derivados de operações comerciais (mercadorias e serviços) cursam e são compensados, ocorrendo a transferência em espécie somente dos respectivos saldos. Vale dizer, os Bancos Centrais dos países deficitários só transferem o resultado líquido das operações realizadas no período para seus pares que estão em uma posição superavitária, o que reduz a necessidade corrente de se utilizar moedas conversíveis.

<sup>8</sup> Sobre esse ponto ver Lavagna & Giambiagi (1998).

<sup>9</sup> Decisões nº 6/99 e 7/99.

Econômica e Comercial”, associado ao GMC, que tem por objetivo analisar a conjuntura econômica dos países membros e a evolução do comércio intra e extra-regional. Esse grupo elabora relatórios periódicos que são avaliados pelo GMC para posterior envio ao CMC.

Esses grupos de trabalho não produziram nenhuma recomendação importante. Ainda assim, em junho de 2000, na XVIIIª Reunião do CMC, realizada em Buenos Aires, através da Decisão nº 30/00 se revoga a Decisão nº 6/99, que havia criado o Grupo de Trabalho de Alto Nível de Coordenação de Políticas Macroeconômicas e, em seu lugar, cria-se um conjunto mecanismos voltados à viabilizada da integração monetária no Mercosul<sup>10</sup>: (i) elaborar estatísticas harmonizadas, especialmente na área fiscal; (ii) que deveriam ser publicadas regularmente; (iii) estabelecimento, a partir de 2001, de metas fiscais, de endividamento do setor público e de preços, com o respectivo padrão de convergência; (iv) realizar levantamento, com vista à harmonização de práticas e normas, das regulações vigentes nos mercados financeiros e de capitais – no limite com a intenção de integrar tais mercados; e (v) criar o Grupo de Monitoramento Macroeconômico.

O Programa de Trabalho do Mercosul 2004-2006<sup>11</sup>, firmado em 2003, incluiu três medidas destinadas a promover uma maior integração na área monetária. A primeira está na proposição de elaboração de um estudo sobre os respectivos sistemas tributários, com o objetivo de facilitar medidas de harmonização fiscal. A segunda, a avaliação das medidas necessárias para se criar um mercado de capitais regional. Por fim, na área de coordenação pretende-se “concluir os trabalhos de harmonização de indicadores macroeconômicos, incluindo os agregados monetários, propor a internalização das metas de política macroeconômica acordadas entre os países, efetuar um monitoramento permanente do grau de cumprimento das metas acordadas, divulgando publicamente seus resultados, dotar as representações dos países no GMM (Grupo do Mercado Comum) de maior institucionalização e hierarquização.”

Esse pequeno histórico dos esforços de se tratar o tema da integração (e cooperação) monetária e financeira revela que apesar das intenções formais de se harmonizar as políticas macroeconômicas e cambiais no Mercosul, nunca se chegou a aplicar, plenamente, as normas sugeridas. Para além das diferenças de concepção e de objetivos de política econômica, que eventualmente podem ser objeto de negociação, os fracassos nas tentativas de se avançar na integração monetária e financeira devem ser buscados nas turbulências macroeconômicas recorrentes e, sobretudo, nas diferenças de regimes monetário e cambial entre Brasil e Argentina – pelo menos até 2002. Esse fato vai ao encontro da percepção de pesquisadores que vêm se debruçando sobre a existência (ou não) de condições de convergência macroeconômica e “vontade política” para o estabelecimento de um efetivo processo de integração monetária no Mercosul.

Ferrari *et al.* (2002), ao compararem a experiência européia com a do Cone Sul, notaram a ausência de bases institucionais sólidas no Mercosul, capazes de dar sustentação para uma estratégia integracionista mais robusta. Apontaram, também, para a presença de significativas divergências na trajetória das principais variáveis de preços (inflação e câmbio), fiscais (relação dívida/PIB), externas (comércio exterior, absorção de recursos externos, etc.) e de desempenho real (crescimento, desemprego, etc.) no período que se seguiu aos processos nacionais de liberalização econômica e reformas estruturais. Por fim, em função das assimetrias nas respectivas estruturas econômicas e das divergências nos regimes de política macroeconômica, os autores se mostraram céticos com respeito à possibilidade dos países reproduzirem políticas de convergência semelhantes às determinadas no Tratado de Maastricht ou no Pacto de Estabilidade e Crescimento. O viés deflacionista de tais políticas confrontaria as realidades locais de elevados déficits de investimentos públicos em áreas (educação, saúde, infra-estrutura, etc.) vitais para o alcance de condições mínimas de homogeneização social.

---

<sup>10</sup> No comunicado dessa decisão, destaca-se: “*que los Estados Partes mantienen su firme compromiso con la solvencia fiscal y la estabilidad monetaria, coincidiendo que ambas constituyen un requisito necesario para el desarrollo económico y social sostenido con mayor equidad, así como para que sus países puedan adaptarse a un escenario internacional frecuentemente cambiante*”; “*que la existencia de regímenes cambiarios diferentes es compatible con la convergencia y coordinación macroeconómica, siempre que existan políticas fiscales que aseguren la solvencia fiscal y políticas monetarias que garanticen la estabilidad de precios*” y “*que el desarrollo de estadísticas basadas en una metodología común constituye un requisito esencial para la definición de metas tendentes a lograr una coordinación macroeconómica*”

<sup>11</sup> MERCOSUL/CMC/DEC. Nº 26/03.

Preocupação semelhante aparece em trabalhos de outros críticos à visão de que seria possível, nas condições atuais, reproduzir a experiência europeia no Mercosul, tais como Eichengreen (1998), Fanelli (2000), Arestis *et al.* (2003) e Mendonça e Silva (2004). Todos destacam os elevados custos de coordenação de políticas macroeconômicas entre os países do bloco, o que parece ser reforçado pelas evidências destacadas anteriormente. Em especial, apontam para a importância do estabelecimento de um regime cambial regional que minimize as distorções nos preços dos bens transacionáveis e dos ativos financeiros. Todavia, em virtude do elevado grau de especialização das estruturas produtivas e, por conseguinte, das pautas de exportação, bem como da maior abertura financeira verificada a partir do começo dos anos 1990, os países da região experimentaram ciclos curtos e intensos de expansão e contração das economias gerados pelos movimentos de *boom and bust* dos mercados de capitais e de *commodities* em nível internacional. A instabilidade macroeconômica em um ambiente de fragilidade dos mecanismos nacionais e regionais de contenção das crises financeiras dificultaria a consolidação de uma agenda integracionista efetiva.

Por fim, a recente incorporação da Venezuela ao bloco, a criação da União Sul-Americana de Nações (Unasul, 2007-2008), do Fundo de Convergência Estrutural (2006) e do Banco do Sul (2007), dentre outras medidas, parecem sinalizar para a existência de um novo impulso para ações nas áreas monetária e financeira que, eventualmente, podem romper a inércia verificada até o presente. Ademais, desde 2003 as principais economias da região vêm apresentando um desempenho econômico favorável, com níveis mais robustos de crescimento econômico, redução da vulnerabilidade externa e fiscal. No plano político, há uma importante convergência de interesses em torno do projeto integracionista sul-americano, a despeito de dificuldades comerciais e conflitos localizados. Haveria, portanto, algum espaço para um otimismo cauteloso de que a região possa avançar na integração e cooperação nas áreas monetária e financeira.

#### **4. Convergência de Arranjos Macroeconômicos nos anos 2000**

Ao analisar a experiência integracionista do Mercosul, Corso e Fanelli (2006) apontam para um fato recorrentemente citado na literatura, qual seja: o *boom* no comércio intra-bloco entre a assinatura do Tratado de Assunção (1991) e crise cambial brasileira (1999) se deu em um contexto onde os regimes macroeconômicos domésticos permitiram um processo de maior estabilidade de preços, das taxas de câmbio reais bilaterais e um crescimento econômico superior ao verificado na década perdida, especialmente no caso argentino. Por outro lado, a mudança nos regimes monetário e cambial do Brasil, em meio a um ambiente internacional de forte instabilidade, inaugurou uma fase de divergência de estratégias e estagnação no incremento do comércio intrabloco. As dificuldades práticas de gerir processos de estabilização em um mundo de finanças globalizadas e desregulamentadas apontavam para o enfraquecimento de qualquer pretensão a uma maior cooperação na área macroeconômica, especialmente em seus aspectos monetários e financeiros. A sempre acalentada idéia de criação de uma “moeda única” não passava de uma miragem cada vez mais distante.

Depois das crises financeiras, os principais parceiros do Mercosul se lançaram no enfrentamento dos desequilíbrios gerados pelos próprios processos de estabilização inflacionária (Cepal, 2002, BIS, 2007, IMF, 2007, Unctad, 2007). A partir de 1999, o Brasil adotou um novo tripé de políticas econômicas, fundado no câmbio flutuante, metas de inflação e geração de superávits fiscais (primários, o que exclui o pagamento de juros). A inflação foi novamente domada e, a partir de 2003, favorecida por conjuntura externa “excepcionalmente favorável”, verificou-se uma melhoria sensível na solvência externa da economia brasileira. Todavia, a manutenção de taxas de juros reais extremamente elevadas consolidou uma trajetória de baixo crescimento – desde 1994 o diferencial entre a taxa de crescimento das economias brasileira e mundial tem ficado, em média, na casa de  $-1,2\%$  a.a.. No extremo oposto, a Argentina passou a crescer a uma taxa média de  $8\%$  a.a. desde 2003, bem acima da média mundial. A reestruturação da dívida externa e a bom do desempenho do comércio exterior modificaram, para melhor, a situação da solvência externa do país. Por outro lado, a inflação é a segunda mais elevada do continente, sendo uma das maiores entre os países em desenvolvimento.

Contraditoriamente, o equacionamento dos principais desequilíbrios de estoque e fluxo – endividamento externo e passivos fiscais – na Argentina e Brasil não parece ter sido suficiente para

aproximar as estratégias e, por decorrência, criar um novo momento, mais propício à busca de alguma coordenação e cooperação nas áreas monetária e financeira. As agendas, prioridades e instrumentos seguem divergentes. A Argentina parece ter priorizado o enfrentamento – desgastante e solitário, não tendo contato com o apoio brasileiro nos fóruns multilaterais, especialmente no FMI – da sua crise de endividamento e, simultaneamente, deseja dar continuidade ao crescimento acelerado (Mecon, 2007, Damil, Frankel e Maurizio, 2007). Para tanto sua política cambial e monetária deu um giro de 180 graus: o objetivo é crescer e o principal instrumento é a manutenção de um “peso competitivo”, em detrimento das pressões inflacionárias. No Brasil, dá-se o oposto: o objetivo é manter a inflação baixa, os juros elevados e o câmbio baixo são os instrumentos. O crescimento é o resíduo.

Nos mesmos passos que a economia argentina, o Uruguai, nos primeiros anos da década de 2000, apresentava crescimento negativo do PIB e conseqüentes perdas na atividade econômica. O mercado interno estava debilitado e a situação externa não era favorável, com más condições de financiamento. A esses fatores se somaram a crise pecuária, a retirada massiva de depósitos bancários argentinos – que enfrentavam a crise no seu país, e a forte desvalorização do real brasileiro. O resultado foi uma variação do PIB de -1,4%, -3,4% e -11,0% nos anos de 2000 a 2002, respectivamente, perdas muito semelhantes às da Argentina. A inflação, que era baixa nos dois primeiros anos (de até 6%), acelerou-se a 25% anuais em 2002. O regime cambial utilizado no Uruguai era fixo, mas ajustável em bandas cambiais de 3% (6% após 2001), além de uma desvalorização anual permitida de 7% em relação ao dólar (14% após 2001). Contudo, com o pior ano da crise (2002), o sistema de bandas cambiais teve de ser substituído por um sistema de livre flutuação, o que permitiu uma desvalorização de 100% do peso uruguaio e uma inflação de 25%.

A partir de 2003 a economia uruguaia já mostrava sinais de estabilização ao retomar o crescimento, impulsionada pela reação argentina (ainda que o crescimento do PIB nesse ano tenha sido de 2,2%, quatro vezes menor do que o da Argentina no mesmo ano). O novo acordo com o FMI aumentou a credibilidade do governo. As autoridades monetárias no Uruguai adotaram uma política monetária de caráter expansivo, buscando reforçar o crescimento da demanda interna, e no âmbito cambial, registrava-se nova desvalorização do peso. Paralelamente, foi estabelecido um regime de metas de inflação, de 5% com flutuação permitida de 2%. Para cumpri-la, em 2004, a política monetária deixou de ser tão expansiva. Contudo, com a redução da inflação (de 8% em 2004, 5% em 2005 e 6% em 2006) permitiu uma queda gradual dos juros da economia que persistiu até 2006. A taxa de câmbio manteve-se estável, com uma pequena valorização frente ao dólar, tendência semelhante aos outros países do Mercosul. Quanto ao crescimento, o Uruguai retomou altos níveis de produção, superando o nível anterior à crise.

A Venezuela enfrentou uma grave crise de produção nos primeiros anos da década. Contudo, as razões da queda de produção têm componentes distintos dos que ocasionaram a depressão na Argentina e no Uruguai. A economia venezuelana é altamente dependente da produção de petróleo, ramo que representa cerca de 25% do total do PIB, por isso, as oscilações do preço do combustível são um fator importantíssimo para determinar comportamento da economia. Os dois primeiros anos da década apresentaram um crescimento semelhante, com média de 3,6%. A política monetária era passiva, permitindo um aumento da liquidez e das taxas de juros, situando a inflação em 13% anual. O regime cambial adotado era de bandas cambiais ajustáveis. Contudo, a aparente estabilidade rompeu-se no ano de 2002, no qual a economia venezuelana se envolveu em uma grave crise política e econômica, com uma queda percentual de 8,9% do PIB, seguida por nova queda de 7,7% em 2003. A inflação descontrolou-se atingindo 34%. A situação política foi determinante por ocasionar várias greves que comprometeram a atividade e a exportação petroleira, que se refletiu nos demais setores da economia. A crise gerou uma grande fuga de capitais que começou a comprometer as reservas venezuelanas, tanto que o Banco Central da Venezuela foi forçado a substituir o regime cambial para um câmbio flutuante, em fevereiro de 2002. Todavia, a contínua desvalorização do bolívar fez com que a autoridade monetária optasse por um novo regime cambial em 2003, fixo em 1.600 bolívares por dólar, apesar da falta de reservas. Mesmo que com o câmbio controlado, ao longo dos anos a taxa de câmbio foi sendo ajustada pela política econômica, que permitiu pequenas desvalorizações. Desde então, com a nova alta no preço do petróleo, a Venezuela vem apresentando taxas de crescimento entre as mais elevadas na região. Todavia, a economia venezuelana se recente com a aceleração inflacionária e problemas crônicos de desabastecimento.

As políticas monetária e cambial atuais do Paraguai envolvem uma taxa de câmbio flutuante do guarani e um regime de metas de inflação. Contudo, no início da década de 2000, após atravessar um ano de crise em 1999, as autoridades monetárias utilizaram-se de uma política expansionista, com redução de taxa de juros. Retomando o crescimento em 2001, o Paraguai optou por retornar novamente à austeridade fiscal, respeitando o monitoramento do FMI. As incertezas no cenário econômico forçaram o Banco Central do Paraguai a aumentar as taxas de juros. No ano seguinte, o conturbado contexto regional, reflexo dos acontecimentos no Brasil e na Argentina, trouxe forte instabilidade ao Paraguai. O PIB ficou estagnado em 2002, enquanto a inflação mais que dobrou. O câmbio se mostrou volátil, sofrendo uma desvalorização significativa, e a política monetária seguiu sendo restritiva. O período que se iniciou em 2003 proporcionou significativos níveis de crescimento para a economia paraguaia em comparação aos anos anteriores, mesmo com a manutenção da política monetária (com uma média de crescimento anual de 3,9%). A meta de inflação foi anunciada pelo Banco Central pela primeira vez no ano de 2005, a qual definia o limite de 5% em 2005 e 2006, com margens de 2,5%; contudo, essa meta não foi atingida em nenhum dos anos. Buscando cumprir as metas estabelecidas, as taxas de juros elevaram-se a partir de 2005 até o fim de 2006. No que tange à taxa de câmbio, o guarani, no período de quatro anos foi apreciando-se com relação ao dólar, com uma diminuição no seu valor nominal de total de 26,9%.

Dessa forma, percebe-se que nos países do Mercosul as políticas cambiais e monetárias têm apontado para uma trajetória comum em certos aspectos, e divergindo em outros, apesar de que as medidas adotadas visaram a objetivos distintos. Contudo, devido aos períodos de crise e choques externos, houve uma significativa variabilidade das políticas econômicas por parte das autoridades monetárias. Quanto à política cambial, entre 2000 e 2006 três países do Mercosul sofreram modificações nos seus regimes cambiais: Argentina, Uruguai e Venezuela (o Brasil o tinha alterado em 1999). Segue abaixo um esquema que representa os regimes cambiais adotados durante a década de 2000 pelos cinco países membros do Mercosul:

**Tabela 3 – Regimes Cambiais adotados pelos países do Mercosul, 2000-2007**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>ARGENTINA</b>	Câmbio fixo - <i>currency board</i>		Câmbio Flutuante					
<b>BRASIL</b>	Câmbio Flutuante							
<b>PARAGUAI</b>	Câmbio Flutuante							
<b>URUGUAI</b>	Bandas Cambiais		Câmbio Flutuante					
<b>VENEZUELA</b>	Bandas Cambiais		Câmbio Flutuante	Câmbio Fixo - <i>currency board</i>				

Fonte: Elaboração Própria.

No ano de 2007, os quatro países fundadores do Mercosul operaram com regimes consolidados de câmbio flutuante, com alguma intervenção dos seus Bancos Centrais, através de controle da reserva de dólares. O único país do Mercosul que opera sob regime de *currency board* é a Venezuela, cuja taxa de câmbio é fixada pelas autoridades monetárias que adota uma postura de maior rigidez no controle de capitais estrangeiros. Dessa forma, nesse aspecto os demais países adotam uma política semelhante, a exceção da Venezuela.

Com respeito à trajetória das taxas de câmbio cabe observar que em 2002 os cinco países do Mercosul atravessaram por choques que desvalorizaram as suas moedas (em menor escala no Brasil e no Paraguai, países que não fizeram mudança no seu regime cambial). Esse choque foi mais intenso na Argentina, com a disparada da cotação do peso após a substituição do câmbio fixo. A subsequente

estabilização a partir de meados de 2003, inaugurou uma fase de maior estabilidade com o peso sendo mantido depreciado frente ao dólar. A taxa de câmbio do real brasileiro é a mais volátil do grupo, apresentando as maiores oscilações – apreciação e depreciação. O forte movimento depreciativo ocorrido até fim de 2002, foi substituído por uma contínua apreciação da moeda brasileira frente ao dólar. O Paraguai segue a mesma tendência do Brasil, contudo, com oscilações de menor amplitude na sua série. O Uruguai, por sua vez, segue o comportamento do peso argentino, sofrendo uma mega-desvalorização em 2002, seguida por estabilidade cambial a partir de 2003, porém com uma maior tendência à apreciação. Por último, a Venezuela possui um comportamento definido pelo regime cambial adotado em cada ano. Até 2002, há um controle do câmbio que admite pequena valorização em bandas cambiais; em 2002, câmbio flutuante, com forte desvalorização do bolívar; e a partir de 2003, câmbio fixo. A tendência não-convergente das taxas de câmbio das economias do Mercosul implica altos custos para os países. Eichengreen (1998) alega que a estabilidade cambial é necessária em um mercado comum para permitir uma comparação de preços e previne custos extras de *hedging*, o que não estaria ocorrendo no Mercosul.

No que tange à política monetária adotada pelas autoridades de cada país do Mercosul, pode-se estabelecer um comparativo. As políticas monetárias adotadas podem ser divididas entre políticas mais expansionistas ou restritivas, mesmo que a classificação seja subjetiva, pois para defini-la é necessário observar várias variáveis como o nível de taxas de juros da economia, a tendência ascendente ou descendente da taxa de juros, a adoção de metas de inflação e o nível de expansão base monetária, etc. Além disso, nos menores países do Mercosul a política monetária não é claramente definida, pois nesses países os instrumentos clássicos de política monetária não têm o efeito desejado devido a pouca abrangência e desenvolvimento do sistema econômico.

Apesar dessas restrições para uma análise nesse nível no Mercosul, buscamos no comportamento de cada país os traços que determinam o cunho da política monetária adotada. O Brasil, como país com a maior economia do Mercosul, pratica desde o começo do período analisado (2000) uma política monetária restritiva. Esse fato se deve à elevada taxa básica de juros adotada, que embora seja decrescente em alguns momentos, inibiria uma maior expansão econômica (a taxa de juros do Brasil é a mais elevada entre os principais países do mundo, em termos reais e nominais<sup>12</sup>). A política de controle da inflação também é um fato determinante na política monetária, com a busca do cumprimento das metas de inflação, estabelecidas anualmente. Já no Paraguai, a política monetária entre os anos de 2001 a 2006 tem sido de cunho moderadamente restritivo devido à utilização de metas de inflação e controle da taxa de juros. Em 2000, essa política ainda era expansionista, buscando o crescimento econômico, mas foi alterada no ano de 2001, para um regime de maior austeridade.

Na região platina, Uruguai e Argentina adotaram uma política monetária expansionista a partir de meados do ano de 2002, visando à retomada do crescimento. Essa política envolveu uma forte redução da taxa de juros, permitindo uma leve aceleração da inflação. A partir de 2004 no Uruguai e 2005 na Argentina, os juros estabilizaram-se e foi determinado um sistema de metas de inflação no Uruguai e a política monetária se tornou menos expansiva. Essa mudança ocorreu após a retomada do crescimento, na tentativa de torná-lo sustentável. Mesmo assim, a Argentina ainda possui os menores juros reais entre os principais países do mundo, contrastando com a liderança do Brasil nesse mesmo ranking<sup>13</sup>.

Finalmente, a característica da política monetária na Venezuela é mais expansionista. A Venezuela possui uma taxa de inflação elevada, apesar de uma taxa de juros nominal também acentuada, por isso, a taxa de juros real encontra-se em torno de zero nos anos estudados. Entre as políticas monetárias adotadas pela Venezuela, destaca-se a ausência de metas de inflação e a fixação de tetos para taxas de juros cobradas pelos bancos. Assim, o estudo das variáveis monetárias neste início dos anos 2000 determinou que no Mercosul há políticas de cunhos restritivo e expansionista. A política brasileira e paraguaia assemelha-se, de certa forma, no período estudado. Com relação ao caso argentino e uruguaio, também há semelhanças devido à conjuntura macroeconômica semelhante. O comportamento da política monetária da Venezuela, por outro lado, não tem similaridades com os demais países do Mercosul.

Os países membros do bloco econômico vêm enfrentando crises recorrentes na última década (Isard, 2005), prejudiciais ao crescimento e provocando que a política econômica seja tratada não só de

<sup>12</sup> De acordo com o ranking da Uptrend Consultoria Econômica, de junho de 2007.

<sup>13</sup> De acordo com o ranking da Uptrend Consultoria Econômica, de junho de 2007.

maneira diferente entre eles, mas entre os diferentes períodos por cada país. No âmbito do estudo a respeito da possível integração monetária no bloco, esses movimentos divergentes, somado à entrada no Mercosul da Venezuela, um país que possui uma conjuntura econômica que não é similar aos demais países, nos indicam que os países do bloco não convergem na adoção de políticas monetárias e cambiais.

Uma dificuldade adicional está na própria assimetria em termos de grau de desenvolvimento, bem como de profundidade da integração econômica em curso. Após a incorporação do seu quinto país-membro, a Venezuela (de acordo com o Protocolo de Adesão da República Bolivariana da Venezuela ao Mercosul, de julho de 2006), o Mercosul representava, em 2006, 3,9% do total do PIB mundial e 74,7% do PIB sul-americano. De acordo com o FMI (IMF, 2007), o PIB do Mercosul em 2006 foi de US\$ 2,6 trilhões, em Paridade de Poder de Compra (PPC). Somando aos estados membros os estados associados, a abrangência do Mercosul é de toda a América do Sul (a exceção da Guiana e do Suriname). Na variável relativa ao PIB de cada país do Mercosul já se percebem assimetrias existentes no bloco, quanto aos tamanhos das economias dos membros. Claramente, o Brasil é o país com maior importância dentro do bloco, sendo responsável por 66% da produção total – valores de 2006 medidos em PPC (a proporção em valores nominais seria ainda maior, de 72%). A Argentina é a segunda economia do Mercosul, com 24,0% do total do PIB, seguidos ainda pela Venezuela (com 7,5%), Uruguai (com apenas 1,4%) e Paraguai (com apenas 1,2%).

Contudo, ao se analisar o PIB *per capita*, a situação se altera. A Argentina, com uma população 4,9 vezes menor que a população brasileira, é o país que possui a maior relação PIB *per capita* do Mercosul, alcançando o montante de US\$ 15.937 em 2006. Já o Uruguai, por ser o país menos habitado, assume a segunda colocação, com um PIB de US\$ 11.646 por habitante. Brasil, Venezuela e Paraguai seguem, com US\$ 8.862, US\$ 7.166 e US\$ 5.277, respectivamente. Destaca-se negativamente o Paraguai, por possuir não somente o menor PIB em volume total, mas o menor PIB por habitante do Mercosul, três vezes menor que o argentino. Ou seja, tanto na variável de produto total quanto na variável por habitante podemos verificar assimetrias entre os países do Mercosul. Considerando-se um indicador mais amplo, como o Índice de Desenvolvimento Humano (UNDP, 2007), verifica-se que a Argentina (38°), seguida de Uruguai (46°), Brasil (70°), Venezuela (77°) e Paraguai (95°) tendem a apresentar uma situação de menor destaque entre os 177 países considerados. Argentina, Uruguai e Brasil, além do Chile, estão entre os países considerados de alto desenvolvimento humano. Os demais países sul-americanos estão em níveis intermediários de IDH.

No plano comercial, a Unctad (2007) reporta que os países do Mercosul (excluindo a Venezuela) quadruplicaram o peso do comércio intra-regional no total do comércio exterior – passando de cerca de 5% a 10% entre os anos 1960 e 1990, para 20% em 2000. O boom coincidiu com a criação do bloco. Todavia, depois das crises brasileira (1999 e 2002) e argentina (2001-2002) houve um recuo com posterior estagnação. Este quadro contrasta fortemente com o contínuo crescimento do comércio regional em regiões emergentes como a Ásia ou em outros blocos como o NAFTA e a União Européia, todos eles com níveis superiores a 50% de comércio intra-regional. Indicadores mais sofisticados de comércio sinalizam para o mesmo fato: uma forte expansão inicial do comércio com o advento do Mercosul e as dificuldades de aprofundar os vínculos econômicos. Conforme se argumenta na seqüência tais dificuldades coincidem com as recorrentes crises econômicas domésticas e refletem, em alguma medida, as significativas assimetrias nos ciclos econômicos.

## 5. Testando a Simetria a Choques no Período 1995-2007

De acordo com a análise das teorias das Áreas Monetárias Ótimas e da Coordenação de Políticas Econômicas, quanto maior a simetria da reação aos choques exógenos de países, mais apropriada será a utilização de uma política monetária coordenada entre eles, e, conseqüentemente, uma união monetária. Um comportamento assimétrico dos choques externos implicaria altos custos de coordenação de política monetária conjunta a um dos países envolvidos<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Procedimentos semelhantes, bem como outros procedimentos para o tratamento das evidências, podem ser encontrados em Frenkel & Rose (1996), Rose & Engel (2000), Alesina *et al.* (2002) e De Grawe, 2003. Da ampla literatura sobre a integração monetária no Mercosul, pode-se destacar aqui: Eichengreen (1998), Carrera e Sturzenegger (2000), Fanelli (2000), Rubini & Giambiagi (2003), Arestis *et al.* (2003), Secretaría del Mercosur (2004), Lorenzo (2004), Lorenzo *et al.* (2004), Ferrari *et al.* (2004) e Mendonça e Silva (2004). Para uma atualização ver Unctad (2007).

O modelo de simetria elaborado para determinar a reação de cada país do Mercosul a choques externos envolve três variáveis trimestrais básicas para o período que se inicia no primeiro trimestre de 1995 (1995Q1) até o quarto trimestre de 2007 (2007Q4). As variáveis escolhidas foram o PIB de cada país, a taxa de câmbio real, e o PIB dos EUA. Os dados do PIB de cada país a preços constantes foram transformados em número índice e o período-base escolhido foi 2000Q1. Justifica-se a escolha dessa variável por constituir o principal indicativo da evolução doméstica das economias. Variações na taxa de crescimento do PIB indicam a ocorrência de choques. Coletaram-se dados da Argentina, Brasil, Uruguai e Venezuela, obtidos na base de dados da CEPAL<sup>15</sup>. Por falta de dados trimestrais do PIB do Paraguai, não foi possível incluí-lo no exercício econométrico.

O PIB dos EUA também foi transformado em número índice, e o seu período base é 2000Q1. A utilização desta variável justifica-se como o principal indicador (*proxy*) dos choques externos, oriundos do principal parceiro comercial do Mercosul. As flutuações na variação do PIB dos EUA representam choques de demanda externa. Os dados foram coletados da base estatística da OCDE<sup>16</sup>, com os dados trimestrais a preços constantes. Foram utilizados dados da economia americana, pois os dados trimestrais para os países da OCDE (que poderia constituir outra *proxy* para choques externos) encontravam-se, na base de dados da OCDE, somente nível anualizado, ou seja, apresentado de maneira distinta à variável do PIB de cada país.

A taxa de câmbio real (TCR) da moeda nacional com relação ao dólar é a última variável inserida no modelo. Nesta variável evidencia-se o comportamento de crises financeiras internacionais (como choques exógenos), e as eventuais flutuações da TCR como determinantes da evolução do PIB das economias do Mercosul. A taxa de câmbio real foi calculada através da taxa de câmbio nominal ao fim de cada trimestre, ponderada pela relação entre o índice de preços do atacado doméstico e americano de cada período. Essa relação constitui a taxa de câmbio real em paridade de poder de compra (PPC). O período base utilizado para o cálculo foi 2000Q1. Os dados de inflação e taxa de câmbio nominal foram extraídos da base de dados do FMI<sup>17</sup>. Também não foram encontradas séries suficientemente longas para o índice preços trimestrais do Paraguai, o que impossibilitaria, novamente, a inclusão desse país no estudo econométrico.

Para a elaboração do modelo foi utilizado o pacote estatístico Eviews 4.0. Os testes, gráficos e modelos aqui apresentados foram extraídos do programa computacional. Cabe destacar que as séries foram transformadas em logaritmo, evitando a heterocedasticidade e apresentando os parâmetros da equação em forma de elasticidades. Além disso, foi aplicado o processo de ajuste sazonal na variável do PIB dos países do Mercosul, retirando componentes sazonais que estão presentes na produção trimestral (como, por exemplo, o maior gasto do governo no quarto trimestre do ano). A série do PIB dos EUA já estava sazonalmente ajustada nos dados originais da base, e não sofreu nova transformação. A taxa de câmbio real não sofreu ajuste, pois não apresenta os impactos sazonais como ocorre com o PIB.

Após o tratamento inicial de dados<sup>18</sup>, utilizou-se o teste de raiz unitária para detectar a estacionariedade das séries. Foram rodados os testes de Dickey-Fuller e de Phillips-Perron para as variáveis integrantes do modelo de simetria. Foram estimados modelos com intercepto, com intercepto e tendência, e sem intercepto e tendência nas séries não diferenciadas. A tabela abaixo contém os resultados obtidos para as estatísticas ADF e APP para todas as variáveis, com o modelo que obteve melhor resultado na inserção de intercepto e tendência. A coluna *Prob* indica o nível de significância necessário para rejeitar a hipótese nula de existência de uma raiz unitária. Concluímos a 5% de significância que as séries contêm raiz unitária, comprovando a existência de não-estacionariedade em todas elas, de acordo com ambos os testes.

**Tabela 4 – Testes de Dickey-Fuller e Phillips-Perron para as séries do Modelo**

<sup>15</sup> Dados coletados em CEPALSTAT. Indicador utilizado: Produto Interno Bruto Trimestral, a preços constantes.

<sup>16</sup> Dados coletados em OECD Statistics. Indicador utilizado: Gross Domestic Product – US\$, constant prices and constant PPP, seasonally adjusted.

<sup>17</sup> Dados coletados em IMF Statistics. Indicadores utilizados: National Currency per U.S. Dollars - AE; PPI/WPI – 63Z.

<sup>18</sup> Sobre os procedimentos econométricos, ver Hamilton (1994), Enders (1995), Wei (2005).

	ADF	Prob *	SIG	APP	Prob *	SIG
PIB_Arg	-0,800	0,959	NE	-0,699	0,968	NE
PIB_Bra	-2,425	0,363	NE	-1,347	0,864	NE
PIB_Uru	-1,618	0,772	NE	-0,812	0,958	NE
PIB_Ven	-1,814	0,683	NE	-0,896	0,948	NE
TCR_Arg	-2,648	0,261	NE	-2,017	0,578	NE
TCR_Bra	-0,262	0,999	NE	-0,070	0,996	NE
TCR_Uru	-1,442	0,836	NE	-1,307	0,875	NE
TCR_Ven	-2,996	0,144	NE	-2,186	0,487	NE
PIB_Eua	-1,315	0,872	NE	-1,467	0,828	NE

ADP: Estatística de Dickey-Fuller. APP: Estatística de Phillips-Perron. N.E: Série Não estacionária.

E: Série Estacionária.

Fonte de dados brutos: FMI e CEPAL.

Como não foi encontrada estacionariedade nas séries não diferenciadas, foram executados novamente os testes ADF e APP para a série de primeiras diferenças. A tabela abaixo mostra os resultados obtidos das estatísticas ADF e APP para a nova série de dados. Neste caso, as variáveis apresentaram estatísticas robustas, rejeitando a hipótese nula da existência de raiz unitária, a um nível de significância de 5%, muito embora os testes realizados para PIB da Argentina e do Uruguai apresentaram resultados diferentes quanto à rejeição da hipótese nula. Sendo assim, para fins do modelo admitimos que as variáveis são integradas de ordem 1 – I(1).

**Tabela 5 – Testes de Dickey-Fuller e Phillips-Perron para as séries I(1) do Modelo**

	ADF	Prob *	SIG	APP	Prob *	SIG
PIB_Arg*	-2,532	0,012	E	-1,680	0,088	NE
PIB_Bra	-4,915	0,001	E	-4,915	0,001	E
PIB_Uru*	-1,819	0,066	NE	-1,973	0,047	E
PIB_Ven*	-2,599	0,010	E	-2,574	0,007	E
TCR_Arg	-4,404	0,005	E	-4,167	0,010	E
TCR_Bra	-5,598	0,000	E	-5,510	0,000	E
TCR_Uru	-4,226	0,008	E	-4,226	0,008	E
TCR_Ven	-5,143	0,001	E	-5,101	0,001	E
PIB_Eua	-6,587	0,049	E	-6,620	0,000	E

ADP: Estatística de Dickey-Fuller. APP: Estatística de Phillips-Perron. N.E: Série Não estacionária.

E: Série Estacionária. \* Em equação sem intercepto e tendência.

Fonte de dados brutos: FMI e CEPAL.

O resultado obtido não é surpresa, pois, de uma forma geral, a não-estacionariedade é regra e não uma exceção entre a maior parte das séries econômicas (Fava, 2000). Observando o comportamento das variáveis, escolheu-se como melhor modelo econométrico para adotar neste estudo o VECM – vetor autoregressivo com correção de erros. Tal ferramental trabalha com séries não-estacionárias que apresentam uma relação de co-integração, estabelecendo uma relação de longo prazo em variáveis co-integrantes. O modelo VECM utilizado para a estimação que apresentou melhor ajuste<sup>19</sup> é o seguinte:

$$\Delta\text{PIB}_{i,t} = \alpha(\text{PIB}_i - \beta_1\text{PIB}_{\text{EUA}} - \beta_2\text{TCR}_i - \beta_3\text{TEND} - k)_{t-1} + \delta_1\Delta\text{PIB}_{i,t-1} + \delta_2\Delta\text{PIB}_{i,t-2} + \delta_3\Delta\text{PIB}_{\text{EUA},t-1} + \delta_4\Delta\text{PIB}_{\text{EUA},t-2} + \delta_5\Delta\text{TCR}_{i,t-1} + \delta_6\Delta\text{TCR}_{i,t-2} + \varepsilon_t$$

<sup>19</sup> Foram utilizados os critérios de informação de Akaike e Schwarz para determinar o melhor ajuste das variáveis no VECM.

Sendo assim, a equação co-integrante é composta por um termo de correção de erros que representa a relação de longo prazo, e também uma dinâmica de curto prazo (variáveis com parâmetros  $\delta$ ). Os resultados obtidos nas estimações do modelo para os países do Mercosul, a exceção do Paraguai (cujos dados trimestrais não foram encontrados), indica que para a Argentina, o Uruguai e a Venezuela foi possível estabelecer uma relação de co-integração entre as variáveis consideradas, o que não ocorreu para o Brasil. Na tabela 6 seguem as relações de co-integração estimadas (o termo de correção de erros do modelo especificado):

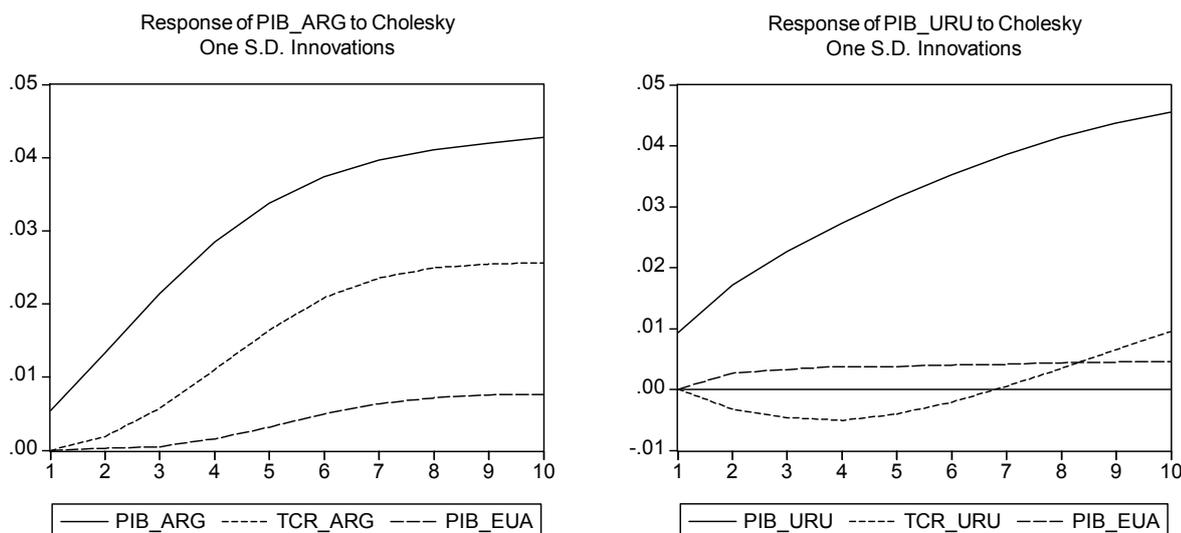
**Tabela 6 – Relações de Co-integração dos Modelos dos Países do Mercosul**

País	RELAÇÃO DE CO-INTEGRAÇÃO
<b>Argentina</b>	$(\text{PIB}_{\text{Argentina}} - 37,03 + 0,43 \text{TCR}_{\text{Arg}} + 7,43 \text{PIB}_{\text{EUA}} - 0,08\text{TEND})$ (0,066) (1,783) (0,016)
<b>Uruguai</b>	$(\text{PIB}_{\text{Uruguai}} - 9,30 + 0,29 \text{TCR}_{\text{Uru}} - 3,21 \text{PIB}_{\text{EUA}} + 0,003\text{TEND})$ (0,034) (0,724) (0,006)
<b>Brasil</b>	<b>Não há relação de co-integração entre as variáveis</b>
<b>Venezuela</b>	$(\text{PIB}_{\text{Venezuela}} - 23,24 + 0,36 \text{TCR}_{\text{Ven}} + 3,84 \text{PIB}_{\text{EUA}} - 0,06\text{TEND})$ (0,047) (0,977) (0,008)

Fonte de dados brutos: FMI e CEPAL

Sempre quando foi identificada uma relação de co-integração, a estimação resultou em variáveis de crescimento do PIB americano e taxa de câmbio real estatisticamente significativas. Encontrou-se uma relação de longo prazo para Argentina, Uruguai e Venezuela. No caso do Brasil não foi possível obter um vetor de co-integração<sup>20</sup>. Assim, concluímos que no modelo utilizado o país de maior abrangência no Mercosul não possui um conjunto de variáveis co-integrantes como nos demais países do bloco. Nos gráficos abaixo, colocamos lado a lado as respostas do PIB a choques de um desvio padrão nas variáveis do modelo para os países que apresentaram relações de equilíbrio no longo prazo.

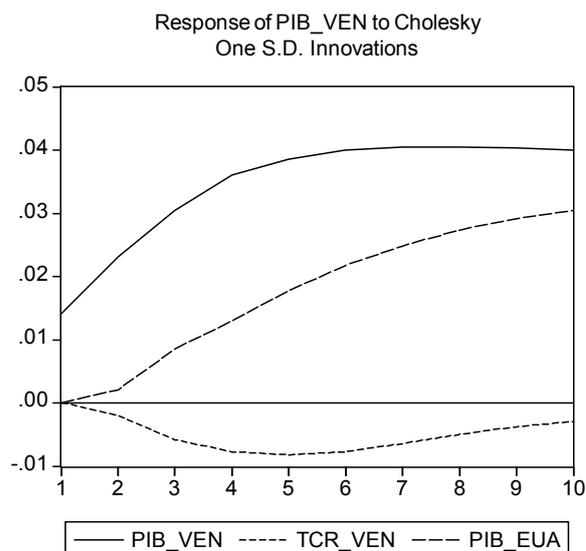
**Gráfico 1 – Funções de Impulso-Resposta sobre a variável PIB\_ARG, PIB\_URU e PIB\_VEN.**



Fonte de dados brutos: FMI e CEPAL.

Fonte de dados brutos: FMI e CEPAL.

<sup>20</sup> Conforme os resultados do teste de co-integração de Johansen (estatística traço e máximo autovalor), avaliado a 5% de significância.



Fonte de dados brutos: FMI e CEPAL.

Comparando as reações do PIB de cada país, pode-se verificar que as repostas aos choques externos de demanda e choques cambiais ocasionam efeitos distintos nas economias dos países que compõem o Mercosul. Quando ocorre um choque externo de demanda, as economias da Argentina e do Uruguai possuem repostas semelhantes: positivas mas muito próximas a zero em todos os períodos depois do impacto. Contudo, a Venezuela apresenta uma resposta fortemente positiva no longo prazo e crescente a curto e médio prazo. Haja vista as repostas aos choques cambiais, o comportamento evidenciado neste estudo é distinto. Neste caso, a Venezuela e o Uruguai respondem negativamente durante os trimestres após o impacto; muito embora no Uruguai no longo prazo a resposta se torna fracamente positiva. Contrastando com esse comportamento, a economia da Argentina apresenta uma resposta muito positiva na reação a uma desvalorização cambial. A terceira variável, os choques domésticos, como um efeito natural ao impulso no país, os PIBs de todos os países analisados respondem com variações fortemente positivas em suas economias. Contudo, constatamos diferença no fato que a Argentina sofre com uma certa defasagem nesse efeito na produção doméstica, e a Venezuela responde mais positivamente em patamares mais elevados no que tange aos choques domésticos.

Na seqüência apresenta-se a análise de decomposição de variância para os países que apresentaram relações de co-integração<sup>21</sup>.

**Tabela 7 – Decomposição de Variância de PIB\_ARG, PIB\_URU e PIB\_VEN**

Período	Decomposição da Variância para PIB Arg			
	Erro Padrão	PIB_ARG	TCR_ARG	PIB_EUA
1	0,005	100,0%	0,0%	0,0%
2	0,015	98,4%	1,6%	0,0%
3	0,027	94,8%	5,2%	0,0%
6	0,070	81,7%	17,5%	0,1%
9	0,109	75,9%	22,5%	1,5%
12	0,140	74,4%	23,8%	1,8%

Período	Decomposição da Variância para PIB Uuguai			
	Erro Padrão	PIB_URU	TCR_URU	PIB_EUA
1	0,009	100,0%	0,0%	0,0%
2	0,020	95,5%	2,8%	1,8%
3	0,031	94,7%	3,4%	1,8%
6	0,063	96,5%	2,0%	1,5%
9	0,096	97,3%	1,5%	1,2%

<sup>21</sup> A ordem Cholesky obedecida foi: PIB do País, TCR e PIB\_EUA.

12	0,128	95,2%	3,7%	1,1%
----	-------	-------	------	------

Decomposição da Variância para PIB Venezuela

Período	Erro Padrão	PIB_VEN	TCR_VEN	PIB_EUA
1	0,014	100,0%	0,0%	0,0%
2	0,027	98,9%	0,6%	0,6%
3	0,042	93,5%	2,1%	4,3%
6	0,085	82,8%	3,1%	14,1%
9	0,120	75,5%	2,1%	22,4%
12	0,149	70,8%	1,5%	27,7%

Fonte de dados brutos: FMI e CEPAL.

Estabelecendo uma comparação entre as decomposições de variância, deriva-se que não há grandes semelhanças no comportamento das variáveis nos modelos dos países do Mercosul. Esse método permite concluir que a variação do crescimento da economia argentina é muito mais susceptível à flutuações cambiais do que os demais países do Mercosul. Em contrapartida, a Venezuela, na constituição da flutuação da variável doméstica, a taxa cambial é uma variável pouco significativa, enquanto para o Uruguai a variável tem efeitos moderados.

Por outro lado, a Venezuela é o país que mais fortemente depende de variáveis de demanda externa para explicar as variações do PIB. O Uruguai e a Argentina seriam pouco influenciados pela demanda dos países do exterior. Esse efeito se deve, principalmente, ao grau de exportações de petróleo e derivados da Venezuela, que é fortemente dependente da demanda externa, provocando um maior ou menor grau de crescimento doméstico.

As análises aqui apresentadas conduzem à conclusão de que as variáveis de choques externos causam efeitos diferenciados nos países do Mercosul. No escopo do estudo da união monetária e sob as condições estabelecidas na Teoria das Áreas Monetárias Ótimas, os fatos evidenciados pelos modelos de simetria indicam que, devido à assimetria entre as reações a choques dos países do bloco, uma política monetária comum não seria benéfica para o conjunto dos países, não se ajustando ao melhor arranjo adotado por cada um.

## 6. Considerações Finais

O presente trabalho procurou analisar as condições de implementação de uma União Monetária no Mercosul ampliado pela entrada da Venezuela. Depois de uma breve revisão dos principais aspectos teóricos envolvidos e da evolução histórica das iniciativas de integração monetária e de cooperação financeira na região, passou-se a verificar as tendências mais recentes de convergência econômica e de regimes de políticas, especialmente as monetárias e cambiais. Como em estudos pretéritos verificou-se, ainda, a presença de importantes divergências de políticas e, principalmente, de desempenho das economias. Os testes econométricos realizados revelaram uma assimetria a choques nos países considerados. Este fato faz eco à literatura prévia e não se constitui em surpresa. Nos últimos anos os países da região adotaram estratégias macroeconômicas divergentes, resultado de suas próprias dinâmicas progressas de crises de endividamento e de surtos inflacionários. Nos anos 2000, mesmo com uma aparente convergência de regimes, com o predomínio da adoção *de jure* de câmbio flutuante e metas de inflação, segue havendo importantes diferenças de implementação e dosagem das políticas. Em grande medida, a digestão das crises financeiras da segunda metade dos anos 1990 e começo dos anos 2000 condicionou decisivamente esta gestão, criando pouco espaço para um aprofundamento da cooperação regional e mesmo de objetivos mais ambiciosos de convergência macroeconômica.

Depois de 2003 todos os países da região vêm experimentando uma fase renovada de crescimento, com sensível melhoria nas condições de financiamento externo e interno, particularmente no âmbito fiscal. Ainda assim, as economias da região estão tendo dificuldades de conter as significativas pressões inflacionárias, o que poderá reintroduzir arranjos de políticas de caráter deflacionista. Neste sentido, reafirma-se a dificuldades do estabelecimento de um ambiente econômico e institucional capaz de produzir crescimento sustentável com estabilidade no contexto regional. Os resultados dos exercícios para avaliar a simetria a choques reforçam a percepção derivada da teoria das áreas monetárias ótimas de que a

divergência dos ciclos econômicos domésticos tende a criar obstáculos não desprezíveis para a integração monetárias.

Ainda assim, é sempre importante lembrar que os processos de integração são construções eminentemente políticas. É notório que os países que hoje compõem a região do Euro não passam pelos testes usuais derivados da TAMO, e mesmo assim a integração ocorreu por força de um imperativo normativo. Instituições e condições de convergência tiveram de ser construídas, e mesmo longe das “condições ideais” a moeda única veio à luz. A experiência européia, especialmente quando refletida em uma realidade econômica e social bem mais complexa como a de regiões emergentes como a América do Sul, traz importantes lições. Arranjos monetários e cambiais montados para garantir certa convergência macroeconômica e, assim, pavimentar o caminho rumo a um dado objetivo final – a constituição de uma “moeda única”, por exemplo – podem resultar na criação de um ambiente de crescimento baixo e/ou volátil, de polarização social e espacial, pela concentração de renda e poder em setores sociais e regiões vencedoras no processo de integração, dentre outras distorções. Partindo-se de economias e sociedades que já são historicamente desiguais, deve-se ter o cuidado de não tornar os processos de convergência macroeconômica e de integração monetária e financeira como fontes adicionais da criação de assimetrias.

## 7. Referências Bibliográficas

- ALESINA, A., BARRO, R. J., TENREYRO, S. *Optimal Currency Areas*. Disponível em: <http://post.economics.harvard.edu/faculty/alesina/papers.html>, 2002.
- ARESTIS, P.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F.; SAWYER, M. O Euro e a UME: Lições para o Mercosul. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 12, n. 1 (20), p. 1-24, jan/jun 2003.
- BIS. *77<sup>th</sup> Annual Report*. Basle, Bank for International Settlements, 2007.
- CARRERA, J., STURZENEGGER, F. *Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el Mercosur*. Buenos Aires, Argentina: Fondo de Cultura Económica, 2000.
- CEPAL. *Growth with Stability: financing for development in the new international context*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y Caribe, 2002.
- COOPER, R. Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies. In R. W. Jones e P. B. Kenen (eds), *Handbook of International Economics*. Vol. 2, cap. 23, pp.1195-1234, 1985.
- CORSO, E. A., FANELLI, J.M. El Nuevo Régimen Cambiario en la Argentina y suas Implicancias para el MERCOSUR. In BERLINSKI, J., SOUZA, F. E. P., CHUDNOVSKY, D., LÓPEZ, A. (coord.). *15 años de Mercosur: comercio, macroeconomía e inversiones extranjeras*. Montevideo: Zonilibro, 2006.
- CURRIE, D.; LEVINE, P.; VIDALS, N; *International Cooperation and Reputation in an Empirical Two-Bloc Model*. CEPR Discussion Papers, n.189, 1987.
- DAMIL, M., FRENKEL, R., MAURICIO, R. *Macroeconomic Policy Changes in Argentina at the Turn of the Century* (Nuevos Documentos Cedes, 2007/29). Buenos Aires: Cedes, 2007.
- DE GRAUWE, P. *Economics of Monetary Union*. New York: Ed. Oxford University Press, 2003.
- EICHENGREEN, B. *Does Mercosur Need a Single Currency?* Cambridge, MA, USA, 1998. Disponível em: <<http://papers.nber.org/papers/w6821.pdf>>. Acesso em: 30 set. 2006.
- ENDERS, W. *Applied Econometric Time Series*. New York: John Wiley & Sons, 1995.
- FANELLI, J.M. *Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el Mercosur*. CEDES, Buenos Aires, abril, 2000.
- FERRARI FILHO, F. & PAULA, L.F., ARESTIS, P., SAWYER, M. O Euro e a UME: lições para o Mercosul. *Economia e Sociedade*, vol.12, nº1(20), jan./jun, 2002.
- FRANKEL, J., ROSE, A. *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criterium*. NBER Working Paper, 5700. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1996.
- GANDOLFO, G. *International Economics*, Vol. I The Pure Theory of International Trade, Berlin: Springer Verlag, Heidelberg, 1994.
- HAMADA, K. A Strategic Analysis of Monetary Interdependence. *Journal of Political Economy*, v. 84, no 4, p. 677-700, 1976.
- HAMILTON, J. D. *Time Series Analysis*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1994.
- IMF. *World Economic Outlook*, October Washington DC: International Monetary Fund, 2007.

- ISARD, P. *Globalization and the International Financial System*. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.
- JOMO, K.S. Growth After the Asian Crisis: What Remains of the East Asian Model? *G-24 Discussion Paper*, n.10 (march), 2001.
- KENEN, P. B. Theory of Optimum Currency Areas: an eclectic view. In: MUNDELL, R. A., SWOBODA, A. K. (eds.). *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago, EUA: University of Chicago Press, 1969.
- LAVAGNA, R. GIAMBIAGI, F. Hacia la creación de una moneda común – una propuesta de convergencia coordinadas de políticas macroeconómicas. *Ensaio BNDES* nº 6, Rio de Janeiro, Brasil, 1998.
- LORENZO, F. *Fundamentos e Restrições para a Cooperação Macroeconômica no Mercosul*. Series Brief, nº4, Rede de Pesquisas Econômicas do Mercosul, 2004 (www.redmercosur.net).
- LORENZO, F., ABOAL, D., BADAGIÁN, A.L. *Cooperación Monetária en el Mercosur*: aportes de un modelo simplificado, 2004. (www.redmercosur.net).
- McKINNON, R. Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53, september, 717-724, 1963.
- MECON. *Lineamientos Estratégicos para el Desarrollo Productivo de la Argentina*. Buenos Aires: Ministerio de Economía y Producción, República Argentina, 2007.
- MENDONÇA, H. F., SILVA, A. Moeda Única: teoria e reflexão para o Mercosul. *Revista de Economia Política*, Vol 24, nº 1, jan-mar, 2004.
- MUNDELL, R. A. A Theory of Optimal Currency. *American Economic Review*, 51, september, 657-665, 1961.
- ROSE, A., ENGEL, C. Currency Unions and International Integration. *NBER Working Paper*, 7872. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2000.
- RUBINI, H., GIAMBIAGI, F. *Moeda Única e Banco Central Unificado no Mercosul*: princípios econômicos e desafios institucionais. *Ensaio BNDES*, 16. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2003.
- SOUZA, F. E. P., HOFF, C. R. O Regime Cambial Brasileiro: sete anos de flutuação. In BERLINSKI, J., SOUZA, F. E. P., CHUDNOVSKY, D., LÓPEZ, A. (coord.). *15 años de Mercosur*: comercio, macroeconomía e inversiones extranjeras. Montevideo: Zonalibro, 2006.
- UNCTAD. *Trade and Development Report - 2007*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 2007.
- UNDP. *Human Development Report 2007*. United Nations Development Program, 2007.
- UPTREND CONSULTORIA ECONÔMICA. *Real Interest Rate Trend*. 2006. Disponível em: <[http://www.acionista.com.br/uptrend/191006\\_uptrend\\_copom\\_juros.pdf](http://www.acionista.com.br/uptrend/191006_uptrend_copom_juros.pdf)>. Acesso em: 3 jun. 2007.
- WEI, W. W. S. *Time Series Analysis*: univariate and multivariate methods, Addison Wesley; 2 edition, 2005.