

3. A COORDENAÇÃO MACROECONÔMICA NO MERCOSUL: REFLEXÕES A PARTIR DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

ANTONIO BARROS DE CASTRO Y FRANCISCO E. PIRES DE SOUZA

I. INTRODUÇÃO

Cumprida a primeira etapa da formação do MERCOSUL, com a constituição de uma união aduaneira (incompleta), o avanço no processo de integração passou a requerer uma maior convergência institucional e a coordenação de políticas econômicas. Ademais, a crise em que mergulhou o MERCOSUL a partir da mudança do regime cambial em janeiro de 1999, se por um lado pôs em questão planos mais ambiciosos (se não mesmo a própria manutenção dos avanços já conquistados no plano comercial), por outro reforçou a idéia de seria preciso de alguma maneira coordenar políticas para evitar desencontros capazes de ameaçar o processo de integração. Rechaçada a hipótese de involução do MERCOSUL, a questão passou a ser que tipo de coordenação de políticas macroeconômicas seria pertinente nas circunstâncias pós-1999.

Um dos caminhos cogitados para a coordenação das políticas deriva da formulação de uma proposta de unificação monetária, endossada verbalmente pelos presidentes da república dos países do bloco. Assumindo que fosse este o caminho a ser trilhado, o roteiro das políticas poderia se inspirar no modelo europeu. Seja por ser este o discurso oficial do projeto de coordenação, seja porque já existem reflexos deste posicionamento em textos de caráter mais acadêmico¹, o presente trabalho terá como ponto de partida, na seção 2, uma discussão sobre os custos e benefícios do avanço da integração tendo por referência a literatura acadêmica sobre áreas monetárias ótimas —que é o marco teórico principal no que se refere à questão da unificação monetária—.

A terceira seção do trabalho visa dar substância quantitativa à discussão anterior, fazendo uma análise das tendências e inflexões do comércio. Primeiramente, porque a teorização sobre unificação monetária adota como um dos critérios principais para avaliar os custos e benefícios desta iniciativa a intensidade e o tipo de comércio entre os parceiros do bloco. Em segun-

¹ Vide por exemplo Giambiagi (1999)

do lugar (e independente disso) porque mesmo que o objetivo da integração venha a se revelar mais modesto, a base objetiva sobre a qual assentará a superestrutura da coordenação é, antes de mais nada, o relacionamento comercial entre os países do bloco.

Um outro condicionante fundamental da decisão sobre que tipo de coordenação adotar, consiste no papel atribuído aos instrumentos monetário e cambial dentro de cada regime de política econômica nacional. No caso do MERCOSUL, a questão central a se ter em conta consiste na marcante diferenciação dos regimes de política macroeconômica que emergiram das estratégias de estabilização adotadas nos anos 90. Tendo isto em conta, a seção 4 do presente texto trata do regime cambial brasileiro de 1994 a 2000, fazendo uma primeira avaliação dos novos arranjos monetário e cambial que se instalam a partir da crise de janeiro de 1999. Esta análise fornece elementos para avaliar tanto o custo de abrir mão do mecanismo de ajuste cambial (eficiência do câmbio como mecanismo de ajuste) como o custo de oportunidade de não adotar o câmbio fixo (credibilidade da política monetária e custos de transação inclusive hedge).

É essa nova realidade institucional e econômica —contraposta à dos demais países-membros— que condiciona o tipo de coordenação possível e desejável para o MERCOSUL. Este é o tema da quinta e última seção, na qual são contrapostas duas concepções de coordenação macroeconômica. E é a partir desta contraposição que se discute, sumariamente, a alternativa mais pertinente no caso do MERCOSUL.

II. CUSTOS E BENEFÍCIOS DO AVANÇO DA INTEGRAÇÃO

O projeto de integração no plano macroeconômico tem sido influenciado tanto pelas transformações institucionais nas duas maiores economias do MERCOSUL, quanto pela evolução dos fatos —e das idéias— ao longo da década de 90. No que se refere ao primeiro condicionante, a adoção pela Argentina em 1991 do Plano de Conversibilidade, moldou instituições e cristalizou padrões de relacionamento entre os agentes econômicos —a tal ponto que virtualmente bloqueou as possibilidades de novas alterações em função do processo de integração—. No caso do Brasil, por outro lado, um programa de estabilização muito mais flexível —e que sofreu importantes mudanças ao longo do tempo— parecia, de início, conferir mais opções ao país. Até mesmo a possibilidade de aproximação com as regras argentinas chegou a ser diversas vezes cogitada.

Cabe notar que, no contexto do debate teórico dos anos 90, ganhou força a idéia de que, em função sobretudo da grande mobilidade internacional de capitais, teria desaparecido o espaço para os regimes cambiais interdiários (como o brasileiro até 1998) situados entre os extremos da flutuação

pura e da taxa de câmbio permanentemente fixa². Por outro lado, a hipótese da diminuição do número de moedas do mundo, uma outra idéia-força dos anos 90, sugeria que economias sem tradição no exercício de políticas econômicas sólidas e confiáveis, deveriam abandonar a pretensão de ter políticas monetárias e cambiais independentes³. Neste contexto, a possibilidade de que o Brasil transitasse para um regime cambial e monetário semelhante ao argentino parecia uma possibilidade concreta.

As sucessivas turbulências nas economias emergentes, desencadeadas a partir da crise asiática de 1997, contudo, não apenas levaram um número grande de países a optar pelo câmbio flutuante, como também reforçaram as posições daqueles que se posicionavam contra as taxas fixas. Em particular, a opção brasileira após a crise cambial de janeiro de 1999 acabou sendo (apesar da turbulência inicial) bem sucedida, conforme se discutirá adiante. Pouco a pouco, a partir daquele momento, foram sendo construídas regras cambiais e monetárias, às quais a economia real foi aderindo — e que passaram a funcionar, ao que tudo indica, satisfatoriamente—. A rigor — e já que não havia mais o atrativo de usar um regime de âncora cambial para estabilizar os preços — o novo regime parece estar se consolidando e enraizando na economia brasileira.

Neste novíssimo (e imprevisível) contexto, o propósito de uma união monetária, conforme expresso pelos presidentes dos dois maiores países — implicaria esforço e custo enormes por parte de um ou outro—. Ou seja, a opção por uma moeda única, flutuante em relação ao dólar, implicaria para a Argentina uma ruptura não apenas das regras como, literalmente, dos contratos que mantêm o tecido econômico do país; já no Brasil, por outras razões, que serão a seguir indicadas, a abdicação do câmbio flutuante é hoje consensualmente percebida como uma hipótese descabida.

A literatura sobre áreas monetárias ótimas⁴ avalia os dilemas de um país frente a decisão de optar ou não por adotar uma moeda comum, com um ou mais parceiros, a partir de considerações de custo e benefício.

O custo maior de aderir a uma área monetária é abdicar do uso da política monetária e do mecanismo de ajustamento (ou política) cambial. Este cus-

² *Vide* a respeito, Eichengreen (1994).

³ No limite, deveriam abandonar, mesmo, a pretensão de ter uma moeda própria. Hausmann (1999) assinala que a volatilidade e propensão à crise demonstrada pelas economias emergentes decorreriam, em última instância, da reduzida profundidade financeira e do curto prazo dos créditos domésticos. Advoga, em consequência, a extinção de moedas próprias em economias deste tipo. Isto porque a adoção de uma moeda forte permitiria, supostamente, eliminar os riscos derivados do descasamento de moedas ou de prazos entre passivo e ativo, tornando as economias menos propensas a crises cambiais e financeiras. Para visões contrárias à redução do número de moedas, *vide* Krugman (1999), Tobin (1998) e Sachs e Larrain (1999).

⁴ A literatura sobre o tema iniciou-se com um texto seminal de Mundell (1961), que ainda hoje é uma referência básica sobre o assunto.

to, como se sabe, é tão menor quanto menos eficaz for a política cambial para influenciar a balança comercial e os níveis de produção e emprego. Admite-se, em geral, que quanto menor e mais aberta for uma economia, menos eficiente será o instrumento cambial, já que alterações na taxa de câmbio provocariam mudanças nos preços domésticos que, no limite, as compensariam, mantendo-se a taxa de câmbio real inalterada. O mesmo ocorreria em economias mais fechadas porém caracterizadas por um grau elevado de indexação.

Em segundo lugar, o custo de renunciar a políticas monetárias e cambiais independentes está associado a diferenças de estruturas produtivas —e portanto a diferenças no que se refere à suscetibilidade a choques externos— entre as economias candidatas a adotar uma moeda única. Se, por exemplo, uma das economias é primário-exportadora e a outra industrializada, uma queda dos preços das *commodities* no mercado mundial atingiria negativamente o balanço de pagamentos da primeira e beneficiaria o da segunda. Isto requeriria, em princípio, mudanças cambiais em sentidos opostos, que não poderiam ocorrer no caso de uma moeda única. A rigor, estamos aqui diante de dois possíveis problemas.

Se a opção for por uma moeda única, porém flutuante em relação às demais, o problema é que, se a taxa de câmbio da moeda única mover-se de forma a absorver o choque recebido por uma das economias, estará contribuindo para agravar o problema da outra. Se a opção, contudo, for pela adoção da moeda de uma terceira economia (mais forte do que as duas) trata-se então de que ambos os países perdem o poder de usar o câmbio como um instrumento para absorver choques e ajustar de forma suave as respectivas economias a novas situações externas.

Concretizando o último ponto, a adoção, por exemplo, de uma taxa de câmbio fixa com o dólar norte-americano, para uma economia do MERCOSUL que (em decorrência de diferenças estruturais) sofra choques assimétricos em relação aos que afetam os Estados Unidos, implicaria mudanças cambiais em direção oposta à requerida. Isto porque uma depreciação (apreciação) do dólar em resposta a uma piora (melhora) no balanço de pagamentos norte-americano tenderá a ocorrer em situações em que, supostamente, haverá uma melhora (piora) nas transações externas do país do MERCOSUL —o que requeriria uma apreciação (depreciação) de sua taxa de câmbio frente às demais moedas do mundo⁵—.

Além de diferenças estruturais, divergências no que se refere aos objetivos conjunturais da política econômica também elevam o custo de criação de uma

⁵ Apesar da forte integração comercial do Canadá com os Estados Unidos, Murray (1999) avalia que a melhor opção para o país é seguir com um regime de câmbio flutuante em relação ao dólar, devido, sobretudo, às diferenças estruturais e à consequente assimetria dos choques a que estão sujeitas as duas economias, o que é comprovado pela evolução dos termos de troca relativos entre elas. É relevante também o fato de que no caso de adotar o dólar, o Canadá não teria assento no Federal Reserve Board.

moeda única ou de adesão a uma moeda forte de um terceiro país. Uma das ilustrações mais claras deste tipo de custo foi a política de juros altos da Alemanha (motivada pelos riscos inflacionários da unificação política daquele país) —em contraste com os objetivos de política monetária de outros países europeus—. A Inglaterra, por exemplo, cujo problema central era o do desemprego, foi levada (até a crise de setembro de 1992) a seguir a política contracionista alemã.

Resumindo, os custos de adotar uma moeda única consistem na abdicação da política monetária e do mecanismo de ajustamento cambial. Esses custos são tão menores quanto: a) menor e mais aberta (ou mais indexada) for a economia; b) maior for a homogeneidade estrutural (susceptibilidade a choques) e os objetivos de política econômica dos países envolvidos.

Há no entanto outros fatores que, de acordo com a teoria, poderiam reduzir o preço a ser pago pela renúncia do instrumento cambial. Entre estes destacam-se a flexibilidade de preços e salários e a mobilidade do trabalho entre as economias da região, já que ambos substituem o câmbio como instrumento de ajustamento. Por fim, e saindo da esfera dos mecanismos econômicos de ajuste, a existência de esquemas governamentais de compensação das economias ou regiões com pior desempenho econômico também podem constituir um instrumento de atenuação dos custos da união monetária.

Em contraposição aos custos acima apontados, os benefícios de uma união monetária são basicamente dois: o aumento de credibilidade da política monetária (permitindo baixar, com menores custos, a inflação e a taxa de juros) e a redução dos custos de transação (associados tanto ao *spread* cambial quanto ao *hedge* em operações no mercado futuro).

Na sequência deste texto, examinaremos a evolução e características das relações comerciais do Brasil com o MERCOSUL —que como vimos consiste num critério importante para avaliar os custos e benefícios do processo de integração—. O outro critério a ser levado em conta —a eficácia dos instrumentos cambial e monetária, os custos de transação, etc— será tratado na seção posterior.

III. O RELACIONAMENTO COMERCIAL BRASILEIRO COM O MERCOSUL NOS ANOS 90: TENDÊNCIAS E RUPTURAS

Uma primeira especificidade das relações comerciais do Brasil com os parceiros do MERCOSUL, por comparação com outras experiências de integração econômica, consiste no pequeno peso relativo dos fluxos comerciais. Em 1991, quando foi assinado o Tratado de Assunção, as exportações brasileiras para os demais países do bloco correspondiam a 7,3% das exportações totais e a apenas 0,6% do PIB do país.

Partindo de bases tão modestas, não é de surpreender que o comércio dentro do bloco tenha crescido ao longo da década a taxas excepcionais —a corrente de comércio do Brasil com os demais países-membros teve uma expansão de

22,4% a.a, contra 9,7% para o total entre 1990 e 1998—. Duas importantes observações podem, no entanto, ser feitas preliminarmente a esse respeito.

O crescimento comportou mudanças que parecem definir tendências próprias do processo de integração. Além disso, a expansão acelerada e a própria definição de tendências peculiares parece sugerir que o esforço no sentido da integração adquiriu, *ex-post*, uma importância que não era absolutamente evidente no ponto de partida.

A extraordinária expansão do comércio dentro do MERCOSUL se deu, até 1998, através de três frentes: o aproveitamento de vantagens comparativas reveladas; os desvios de comércio em benefício do bloco; e o comércio intra-indústria. Vejamos sumariamente cada uma dessas frentes.

Vantagens comparativas inequivocamente definidas, tais como, exemplificando, trigo e lácteos argentinos, máquinas agrícolas, café e tabaco brasileiros provocaram, uma vez superadas as barreiras que o tolhiam até o final dos anos 80, verdadeiros saltos no comércio intra-zona. As importações brasileiras de laticínios provenientes do MERCOSUL, por exemplo, cresceram 360% entre 1990 e 1998, sendo que o índice Grubel&Lloyd, que mede a intensidade do comércio intra-indústria numa escala de 0 a 1, permaneceu com valor muito próximo a zero, indicando um caso claro de comércio inter-indústria, ou seja, baseado em especialização e vantagens comparativas. Enquanto isto, as exportações brasileiras de tabaco manufaturado cresceram 4600% (para US\$ 620 milhões) e as de máquinas agrícolas 480% (para US\$220 milhões), ficando os índices Grubel&Lloyd em 0 e 0,19, respectivamente.

A maior divisão do trabalho inter-setorial daí decorrente, se trouxe vantagens inegáveis para determinados setores e regiões, exigiu adaptações difíceis e chegou a ser deliberadamente obstaculizado em determinados casos. Assim, por exemplo, as enormes vantagens relativas apresentadas pelo Brasil no tocante a açúcar e álcool não chegaram a ter as consequências radicais que seria de se esperar no âmbito de uma zona de livre comércio, pelo fato (em boa medida compreensível) de que o governo argentino, buscando evitar o aprofundamento das dificuldades de certas regiões, adotou severas medidas de proteção. É importante lembrar no entanto que as vantagens relativas exibidas na fase que se estende até janeiro de 1999 refletiam não apenas o rápido desaparecimento das tarifas como também a substancial apreciação cambial a que esteve sujeito o real.

Quanto à categoria geral do desvio de comércio, três tipos de fenômenos devem ser apontados. Primeiramente temos o caso clássico do desvio caracterizado pelo fato de que as importações procedentes do bloco avançam rapidamente, enquanto se reduz o coeficiente importado de outras origens⁶. A

⁶ Kume(1996) apontou pioneiramente, usando dados de participação no PIB das exportações e importações dos países do bloco com os parceiros do MERCOSUL e com o resto do mundo, a existência de desvio de comércio.

observação dos dados disponíveis sobre o comércio brasileiro com o MERCOSUL efetivamente sugere, numa primeira leitura, uma alta incidência de desvios de comércio em benefício do bloco nos últimos anos. Usando indicadores globais para o caso do Brasil, as importações provenientes do bloco aumentaram de 0,5% para 1,2% do PIB (o que combina, em princípio, aumento com desvio de comércio) ao mesmo tempo em que sua própria participação nas importações totais ampliou-se de 11% para 16% entre 1990 e 1998.

É preciso no entanto introduzir duas ressalvas, envolvendo um volume significativo do comércio com o bloco. A primeira delas refere-se a elevações das importações procedentes do bloco, que não devem contudo ser caracterizados como desvio de comércio no sentido clássico do termo, porque não é evidente que os fornecedores extra-bloco que perderam espaço fossem efetivamente dotados de vantagens comparativas. Este é o caso notoriamente do trigo e de diversos produtos lácteos subsidiados nos EUA e na Europa.

Já em outros casos, aquilo que à primeira vista surge como um desvio de comércio não corresponde propriamente a um fenômeno desta natureza porque as trocas em questão sempre tiveram —e presumivelmente continuarão a ter— um elevado conteúdo político. Este é o caso, sobretudo, das aquisições de petróleo, que no caso brasileiro sempre foram objeto de políticas nacionais, e com o advento do MERCOSUL passaram a ser direcionadas para a Argentina. Dificilmente se poderia exagerar o peso deste componente na explicação das tendências do comércio, pois excetuando-se petróleo e derivados, a participação das importações de produtos do MERCOSUL sobe apenas de 15% para 16% das importações totais do país entre 1990 e 1998. E mais, se além do petróleo retirarmos as compras de veículos automotores (a seguir referidas), chegamos a uma queda na participação das importações de produtos do MERCOSUL nas importações totais entre 1990 e 1998 (tabela 1).

Há, por fim, que referir-se à tendência ao reforço do comércio intra-indústria. Integram esta tendência dois fenômenos bastante importantes na evolução das trocas do Brasil com o bloco. Por um lado, aí está o acordo auto-

TABELA 1. *PIB e Importações brasileiras por origem: Total e MERCOSUL (US\$ milhões)*

Período	Importações		Import auto/ petro		Imp s/autos/ petro		MERCOSUL/Total (%)	
	Totais	MERCOSUL	Totais	MERCOSUL	Totais	MERCOSUL	C/autos/pet	S/autos/pet
1990	20,661	2,320	5,193	62	15,468	2,258	11	15
1998	57,714	9,428	9,774	3,366	47,940	6,062	16	13
98/90 (%)...	179	306	88	5,360	210	168	46	

FONTES: SECEX e IBGE.

motivo, com suas várias regras e, destacadamente, o dispositivo que estabelece limites para os saldos comerciais no comércio de automóveis. Aqui estamos diante de um inequívoco caso de comércio administrado que tem por origem os regimes especiais para o setor automotivo —instituído pioneiramente na Argentina e replicado ulteriormente no Brasil—. Nesta importante área, a interferência deliberada (extra-mercado no sentido estrito do termo) sobre as trocas, não se limita à ação dos poderes públicos. Aí estão também imbricadas as estratégias das multinacionais e suas opções no tocante a distribuir entre os países a produção de partes, componentes, ou linhas de produto. Com o intuito de avaliar essa tendência do comércio do bloco, são a seguir apresentados os resultados que obtivemos na elaboração de um conjunto de indicadores. Estes foram obtidos a partir de dados de comércio agrupados segundo a classificação STIC, a 3 dígitos.

Cabe observar, preliminarmente, que o Brasil tem um comércio intra-indústria elevado com a América Latina e com os Estados Unidos. Já com a União Européia o nível de comércio intra-indústria é menor e com o Japão é bastante reduzido⁷. Este fato está associado a uma pauta de exportações para os mercados europeus e para o Japão muito concentrada em produtos básicos. Em contraposição, no caso da Aladi e do MERCOSUL a participação de manufaturados chega a 90% do total da pauta, enquanto que para os EUA esta proporção é de 70%.

As tabelas 2 e 3 a seguir colecionam diferentes indicadores destinados a avaliar a intensidade do comércio intra-indústria do Brasil com os parceiros do MERCOSUL, tentando captar sua evolução entre 1990 e 1998.

A tabela 2 apresenta os índices de Grubel&Lloyd e o de Aquino agregados para o total das mercadorias comerciadas com o Mundo e com o MERCOSUL⁸. A combinação de números das duas últimas colunas indica a quantidade de produtos (classificados a 3 dígitos) que apresentam um nível de comércio intra-industrial superior a 50%, sobre o número total de produtos para os quais há comércio.

Comparando-se os resultados de 1998 com os de 1990 (ainda na tabela 2), chama a atenção o acentuado aumento do comércio intra-indústria com o MERCOSUL, e em particular com a Argentina (que chega a alcançar um índice de 0,45 no final do período⁹). O número de setores que apresenta-

⁷ Vide a respeito Machado (1999), cap. III, e Baumann (1999).

⁸ Como se pode verificar, os índices apresentam resultados muito parecidos, de forma que o efeito do déficit comercial brasileiro em 1998 (e o do superávit em 1990) não chegaram a produzir subestimativa no Índice Grubel&Lloyd agregado.

⁹ Cabe observar que a comparação com os dados para o mundo não tem o significado que se poderia buscar à primeira vista (por exemplo, uma indicação de que o comércio com os demais blocos teria um índice intra-indústria ainda maior que o do MERCOSUL) porque o índice para o mundo foi construído a partir das exportações e importações totais para o mundo, e não através da agregação dos índices para os diversos países —o que provoca uma superestimativa do comércio intra-indústria com o resto do mundo—.

ram um grau de comércio intra-indústria elevado (acima de 50%) também apresentou, de forma geral, aumento, passando de 77 em 224 para 86 em 238 no caso do comércio com a Argentina.

A tabela 3 a seguir apresenta o índice de Grubel&Lloyd agregado por grupos de produto a 1 dígito na classificação STIC. Ali pode ser observado que os índices mais altos de comércio intra-indústria estão nas categorias 5 a 8, que compreende os produtos manufaturados que tipicamente apresentam comércio intra-indústria elevado no caso dos países industrializados. O grupo 1 também apresenta um índice elevado no comércio com a Argentina, mas o valor em dólares do comércio neste item é relativamente pequeno. Por fim, cabe destacar que um dos fatores responsáveis pelo aumento do índice agregado da tabela 2 foi o forte aumento dos valores (e portanto do peso relativo) do comércio em categorias que apresentam elevado grau de

TABELA 2. *Índices de Comércio intra-indústria do Brasil com o MERCOSUL e com o mundo*

Mercado	Índice de Aquino		Índice G&L		Índice de G&L>0.5	
	1990	1998	1990	1998	1990	1998
Mundo	0.29	0.46	0.30	0.47	83/254	103/257
Mercosul	0.30	0.44	0.29	0.44	79/239	88/245
Argentina	0.30	0.45	0.30	0.45	77/224	86/238
Paraguai	0.02	0.08	0.02	0.09	7/202	15/221
Uruguai	0.18	0.28	0.20	0.28	55/211	56/223

FONTE: Para os dados primários na classificação SIC: Funcex.

TABELA 3. *Índice de Grubel&Lloyd agregado*

STIC	Mundo		Mercosul		Argentina		Paraguai		Uruguai	
	1990	1998	1990	1998	1990	1998	1990	1998	1990	1998
0.....	0.09	0.40	0.04	0.19	0.04	0.14	0.01	0.19	0.03	0.14
1.....	0.13	0.14	0.26	0.09	0.57	0.80	0.00	0.00	0.23	0.05
2.....	0.19	0.17	0.15	0.18	0.22	0.12	0.00	0.16	0.24	0.25
3.....	0.08	0.13	0.17	0.07	0.27	0.03	0.00	0.00	0.00	0.23
4.....	0.17	0.53	0.11	0.10	0.09	0.05	0.00	0.17	0.24	0.10
5.....	0.53	0.48	0.63	0.64	0.64	0.66	0.008	0.04	0.45	0.55
6.....	0.32	0.52	0.39	0.39	0.38	0.40	0.01	0.08	0.24	0.45
7.....	0.48	0.63	0.50	0.65	0.62	0.62	0.02	0.02	0.14	0.35
8.....	0.29	0.39	0.54	0.54	0.40	0.53	0.15	0.08	0.19	0.41
9.....	NC	0.05	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC

FONTE: Para os dados primários na classificação STIC: Funcex.

NC: Não houve Comércio.

comércio intra-indústria —um exemplo típico sendo a categoria 7 (que inclui automóveis) cujo valor comercializado passou de US\$ 0,4 bilhão em 1990 para US\$ 6,4 bilhões em 1998—.

Em suma, apesar do impulso extraordinário ao comércio exterior entre os países do bloco na década de 1990, a participação do MERCOSUL como mercado para as exportações brasileiras em 1998 era ainda de 17% do total, representando (enquanto componente de demanda agregada) apenas 1,1% do PIB brasileiro. Não há como negar que esta participação é muito pequena para justificar subordinação das políticas monetária e cambial aos objetivos da integração (na suposição de que os custos desta opção sejam elevados). Por outro lado convém advertir que a evolução do comércio intra-indústria acima assinalada é um dos argumentos mais fortes em prol da coordenação das políticas macroeconômicas no MERCOSUL. De fato encontra-se estabelecido na literatura sobre o tema que a existência de estruturas produtivas semelhantes e um elevado grau de comércio intra-setorial reduzem os custos macroeconômicos de uma unificação monetária. A questão a ponderar é, evidentemente, se este fator compensa o baixíssimo peso do comércio com o bloco na demanda agregada da economia brasileira.

Cabe por fim ter em conta os efeitos da mudança cambial brasileira sobre as tendências aqui destacadas: o crescimento do comércio impulsionado pelas vantagens comparativas, pelo desvio de comércio e pelas transações (em maior ou menor medida administradas) intra-setoriais.

A mudança do regime cambial brasileiro —e a desvalorização do real que a ela se seguiu— provocou alterações de grande magnitude nos parâmetros sobre os quais se assentavam as decisões de comércio e investimento dentro do MERCOSUL. Para que se tenha noção da intensidade do impacto no seu primeiro momento (e para entender a forte reação negativa que chegou a imperar na Argentina), convém lembrar que as exportações daquele país para o Brasil caíram de US\$8 bilhões para US\$ 5,4 bilhões entre 1998 e 1999. Com isto, aliás, uma possibilidade poderia ser que as tendências até então verificadas estivessem destinadas a ser completamente alteradas. Duas ponderações devem contudo inicialmente ser feitas a respeito da hipótese que acaba de ser levantada.

Primeiramente, a recente restauração de versões modernizadas da teoria da paridade do poder de compra da moeda (anteriormente mencionada) colocava em questão a sustentabilidade da variação real do câmbio brasileiro. Além disto, verificou-se na prática que, a traumática queda inicial das vendas argentinas para o Brasil não se manteve. E é essencial perceber que isto não decorreu da revalorização da taxa cambial brasileira (esperada por muitos), e sim pelo fato, verdadeiramente insuspeitado de que já no segundo semestre de 1999 a economia brasileira ingressasse num movimento expansivo. Mais que isto, o impulso expansivo revelado na segunda metade de 1999 vem sendo amplamente confirmado, estando hoje a economia ingressando no terceiro semestre consecutivo de crescimento. Finalmente,

é importante assinalar que a forte mudança de preços relativos acarretada pela desvalorização está trazendo interessantes mudanças —que serão mais adiante apontadas—.

Vejamos, sumariamente, o significado de cada uma das considerações que acabam de ser feitas.

Nos primeiros meses após a mudança no regime cambial brasileiro, era comum supor que, após um *overshooting* inicial, a taxa de câmbio real voltaria para o seu nível anterior —seja através de uma combinação de elevação de preços e queda taxa de câmbio nominal—. Era como se a taxa de câmbio real em vigor em 1998 correspondesse a um nível de equilíbrio, que mais cedo ou mais tarde seria restabelecido —o que verificando-se reporia as relações comerciais dentro do mercosul na sua trajetória anterior—.

A suposição de que mudanças na taxa de câmbio nominal não tem o poder de afetar a taxa de câmbio real, derivada da teoria da paridade do poder de compra da moeda, encontra entre seus defensores contemporâneos, Mckinnon e Mundell¹⁰. Embora se trate de uma proposição que sempre encontrou fortes críticos —dado o irrealismo da suposição de que a economia possui mercados completos ou perfeitos— sua sustentação na região encontrava aparente respaldo num aspecto singular e importante da experiência histórica recente. Trata-se da presença marcante da alta inflação crônica ou, vista a questão por um ângulo mais estreito, pela ocorrência de grandes mudanças nos preços associadas a fenômenos monetários e não estruturais (Isard, 1995, pág.62). No caso do Brasil, e dado o passado ainda recente de alta inflação, a grande maioria dos analistas suspeitava que haveria uma estreita relação entre câmbio e preços domésticos (o que implica dizer que a taxa nominal seria ineficaz para alterar a taxa real de câmbio). Quando mais não fosse, porque a memória inflacionária, supostamente ainda viva, restabeleceria a indexação da economia¹¹.

¹⁰ Vide, por exemplo, Mundell (1997). Mckinnon (1997) procura demonstrar, usando as relações dólar/íene que os movimentos na taxa nominal levaram a deflação no Japão, não tendendo a afetar a taxa de câmbio real e a competitividade. Há entretanto grande quantidade de evidências empíricas na atualidade sobre uma alta correlação entre movimentos na taxa de câmbio nominal e na taxa real em diversas experiências, embora tais relações dependam do regime cambial adotado (vide Isard, 1995, capítulo 4). Para outras críticas da PPC, e da visão de que mudanças na taxa de câmbio nominal não afetam a real, vide Krugman (1991) e Williamson (1985). Na Inglaterra, no debate sobre o ingresso ou não do país no mecanismo cambial europeu de taxas fixas (ERM) levou o chanceler Nigel Lawson a defender a tese da ineficácia de mudanças na taxa de câmbio nominal, contra os opositores da adesão ao ERM, como Alan Walters (vide Walters, 1990).

¹¹ Em entrevista ao jornal *O Globo*, em 18/04/2000, Mundell expressou este tipo de visão: «O Brasil está numa situação de muito perigo porque as pessoas nunca conseguem entender a política cambial brasileira. A incerteza é um de seus piores defeitos. Eles desvalorizaram o real e agora os preços estão aumentando novamente. Essa é a pior combinação: desvalorização seguida por inflação».

O que se verificou após janeiro de 1999, no entanto, contrariou essas expectativas e a taxa de câmbio se revelou um instrumento eficaz de ajustamento, conforme se discutirá na seção 4, a seguir. Só para dar um indicador sintético, a desvalorização nominal de 50% ocorrida entre janeiro de 1999 e junho de 2000 converteu-se numa desvalorização real de 44% frente ao dólar —e tendeu a se estabilizar em torno a este nível—.

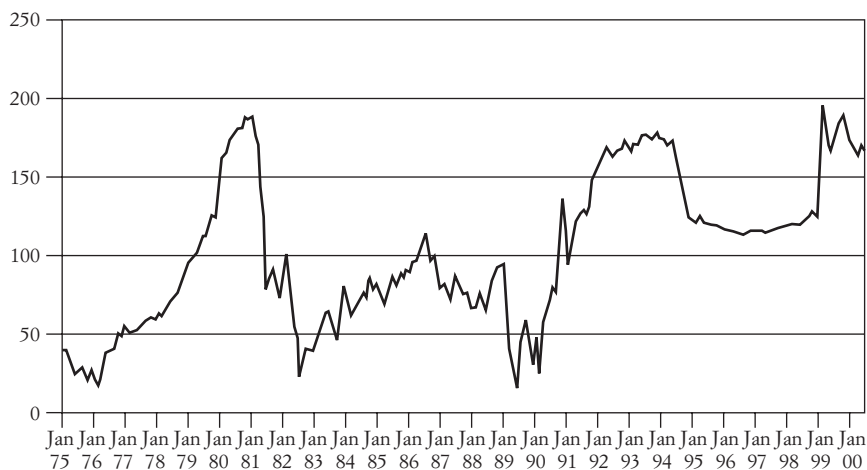
Ultrapassado o choque da desvalorização, a meados de 2000 a economia brasileira parecia haver ingressado numa rota de crescimento liderado pela indústria —e em grande medida puxado pelas exportações—. De sua parte, a própria economia argentina passou a mostrar (modestos) sinais de recuperação após a acentuada crise de 1999. Ou seja, tanto no que se refere a preços, quanto no que tange ao crescimento econômico —e ao comércio exterior, como veremos— um quadro de relativa normalidade começava a ser restabelecido.

Sumariando, no Brasil pós 1998, como de resto em diversas outras experiências, as mudanças verificadas na taxa de câmbio nominal parecem ter tido um impacto importante —e possivelmente duradouro— sobre a taxa de câmbio real. Aliás, não há porque supor que a taxa de câmbio em vigor antes da mudança do regime cambial não estivesse —ela sim— fora do equilíbrio. A principal consequência deste fato, no que concerne ao comércio com o mercosul foi a forte alteração dos custos de fatores e dos preços relativos dos bens e serviços brasileiros relativamente aos dos demais parceiros.

No que se refere à mudança nos preços relativos das duas maiores economias do bloco, observa-se (gráfico 1) que houve um expressivo barateamento relativo dos produtos brasileiros. O índice da taxa de câmbio real entre as duas moedas ali representado exprime a relação entre os preços médios dos produtos argentinos e os brasileiros, medidos numa mesma moeda, e usando-se os índices de preços ao consumidor como representativos do conjunto dos preços de cada país. Uma elevação do índice corresponde a uma apreciação real do peso —portanto a um aumento do preço relativo dos bens e serviços argentinos— ou a uma desvalorização real da moeda brasileira. O índice revela que os produtos brasileiros estavam, em meados de 2000, cerca de 30% mais baratos, por comparação ao período 1995-98, ou 25% em relação a dezembro de 1998 (o que implica que os produtos argentinos encareceram, em média, 42% e 34% em relação aos brasileiros, tomando como referência aquelas duas bases de comparação).

Uma vez adotado o câmbio flutuante pelo Brasil, para onde vai o comércio do MERCOSUL? Admitamos um cenário bastante provável de que não haja uma revalorização importante do real. Flutuações grandes podem ocorrer neste regime, mas surpreendentemente, a partir de 2000 o grau de volatilidade da taxa de câmbio nominal da moeda brasileira tornou-se relativamente reduzido. Esta estabilidade —bastante superior à verificada entre as principais moedas fortes— tem sido atribuída (na ausência de explicações

GRÁFICO 1. Índice da taxa de câmbio real R\$/Peso (Base: média de 1975-99=100)

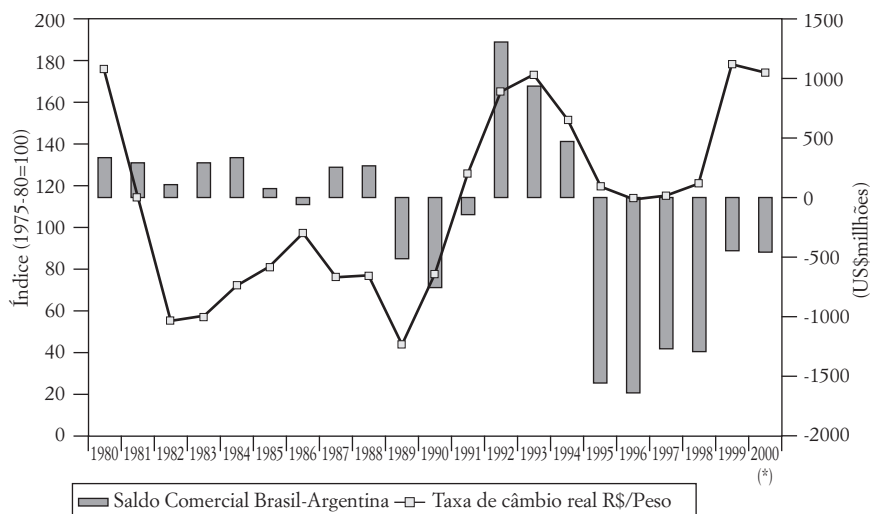


teóricas) ao fato de que nestes mercados as políticas monetárias não podem tolerar flutuações capazes de redespertar o fantasma inflacionário¹². Em tal cenário, isto é, assumindo que a desvalorização do real se mantenha, haveria uma retomada das tendências anteriores?

Ninguém hoje poderia precisar quais são as novas tendências do comércio dentro do bloco. O que se pode ter por certo é que a desvalorização brasileira afeta fundamentalmente a competitividade relativa entre o Brasil e os demais membros do bloco, estimulando as suas exportações e desincentivando as suas importações. O crescimento do volume total de comércio, contudo, só deveria ser atingido (passada a fase inicial de ajuste traumático ao ocorrido) na medida em que a mudança de competitividade entre os parceiros afetasse, por algum canal, o volume de comércio. Por exemplo, se um aumento no déficit comercial da Argentina levasse este país a tomar medidas protecionistas que reduzissem o (ou atenuassem o ritmo de crescimento do) volume de comércio. Essa aliás pareceu ser uma nova tendência ao longo de 1999, quando multiplicaram-se os conflitos comerciais e as restrições às importações de produtos brasileiros. Parte do ocorrido, entretanto, correspondeu a reações intempestivas, que ainda em 1999 começaram a ser dissolvidas. Há portanto que distinguir dentre os sinais que surgiram (e continuaram a surgir, por exemplo, do conflito em relação ao coeficiente de nacionalização no âmbito do regime automotivo) entre aquilo que é meramente ruído e o que corresponde de fato a mudanças que vieram para ficar. Neste caso, seja como resultado da alteração de preços relativos, seja como consequência de reparos introduzidos no comércio administrado.

¹² Vide, por exemplo, o artigo «É viável a adoção de uma moeda única no MERCOSUL?» de Ilan Goldfajn, publicado no *Valor Econômico* de 23/06/2000.

GRÁFICO 2. Taxa de câmbio real e saldo comercial Brasil-Argentina



Vejamos o que mostram os dados disponíveis para os primeiros 18 meses após a mudança cambial verificada no Brasil.

No que se refere ao nível relativo de exportações e importações, e portanto ao saldo comercial, tende a ocorrer uma mudança importante em relação ao período anterior. Até 1998, ambas as moedas estavam apreciadas em relação às moedas do resto do mundo, mas não necessariamente uma em relação à outra¹³. Esta situação mudou, evidentemente, com a desvalorização brasileira. Contudo, a própria retomada do crescimento no Brasil (e por consequência das importações), a partir do segundo semestre de 1999, compensou parcialmente o efeito-preço, de forma que apesar da queda drástica do superávit bilateral argentino a partir do início de 1999, as exportações para o Brasil voltaram a crescer em 2000¹⁴, não chegando a ocorrer uma mudança de sinal no saldo comercial entre os dois países (Gráfico 2).

Quanto às três tendências inicialmente referidas, é plausível esperar que, como a desvalorização brasileira foi igualmente ampla para o MERCOSUL e para o resto do mundo, este mercado não perderá posição relativa

¹³ Pode-se talvez afirmar que o real estava mais afastado do nível de equilíbrio, se tomarmos o saldo bilateral como referência. Em ambos os casos havia também um processo muito lento e gradual de correção: na Argentina, através de uma taxa de inflação inferior à do resto do mundo e no Brasil através de pequenas desvalorizações nominais num contexto de inflação próxima a zero (*vide* adiante a seção sobre a política cambial brasileira).

¹⁴ De acordo com as estimativas de D. Heymann (texto ainda não publicado), a sensibilidade das exportações bilaterais argentinas ao crescimento da economia brasileira é bastante significativa: um aumento de 5% no PIB brasileiro compensaria uma depreciação real de 14% da moeda brasileira.

—podendo mesmo retomar um crescimento acelerado—. Porém, numa determinada faixa de produtos —para os quais as diferenças de custos não eram tão grandes— pode haver uma mudança do quadro de vantagens relativas entre as economias da região. A retomada das exportações argentinas de produtos de origem agropecuária (vide na tabela 5, os valores para os 12 meses entre julho de 1999 e junho de 2000, comparados aos períodos anteriores) sugere que aí foram mantidas as vantagens comparativas. Com relação a produtos químicos e farmacêuticos —para os quais existe um razoável grau de comércio intra-indústria entre Brasil e Argentina— também parece ter havido uma retomada da expansão das trocas dentro dos padrões anteriores. No entanto é provável que haja problemas ligados ao comércio intra-indústria, ali onde as vantagens de custo relativo alteraram-se substancialmente em favor do Brasil. No caso específico de material de transporte —estrela da expansão anterior, sobretudo no tocante ao comércio intra-indústria— pode-se perceber que foi este o setor mais atingido entre os agregados mostrados nas tabelas 4 e 5 a seguir. Embora tenha havido uma leve recuperação das exportações brasileiras para a Argentina, as importações brasileiras de material de transporte da Argentina não se recuperaram no período mais recente e correspondiam à metade do valor médio do período 1997-98. Pode ser que neste caso —e apesar do forte grau de administração do comércio— a mudança de custos relativos altere de fato certas decisões das multinacionais no que toca à localização de sua base produtiva.

Concluindo, embora as tendências no que tange ao crescimento do volume de comércio no interior do MERCOSUL devam, ser em seus traços maiores, retomadas, o futuro do comércio intra-indústria após a desvalorização

TABELA 4. *Exportações Brasileiras para a Argentina (Índice de Valor)*

<i>Capítulos da NCM</i>	<i>Produtos</i>	<i>Julho 99 a Junho de 2000</i>	<i>1999</i>	<i>Média 1997-98</i>
1,2,3,4,5 e 9	Prod. Origem Primária	87	82	100
6 e 7	Prod. Químicos, Plásticos e borracha	95	88	100
8, 11 e 12	Couros, Calçados e Têxteis	107	98	100
10	Papel e celulose	102	96	100
15 e 19	Metais e suas obras (incl. armas, etc.)	77	77	100
16 e 18	Máquinas, aparelhos e instrumentos	102	89	100
17	Material de Transporte	62	60	100
13, 14, 20 e 21	Outros	111	97	100
	Total de exportações para a Argentina	86	79	100
	Memo:			
	Exportações totais do Brasil	99	92	100

FONTES: Dos dados primários: Secex, MDICE.

TABELA 5. *Importações brasileiras de produtos da Argentina (Índice de Valor)*

<i>Capítulos da NCM</i>	<i>Produtos</i>	<i>Julho 99 a Junho de 2000</i>	<i>1999</i>	<i>Média 1997-98</i>
1,2,3,4,5 e 9	Prod. Origem Primária	94	79	100
6 6 e 7	Prod. Químicos, Plásticos e borracha	112	102	100
8, 11 e 12	Couros, Calçados e Têxteis	67	72	100
10	Papel e celulose	97	79	100
15 e 19	Metais e suas obras (incl. armas, etc)	79	94	100
16 e 18	Máquinas, aparelhos e instrumentos	78	77	100
17	Material de Transporte	50	53	100
13, 14, 20 e 21	Outros	33	39	100
	Total de exportações para a Argentina	78	72	100
	Memo:			
	Exportações totais do Brasil	88	84	100

FONTES: Dos dados primários: Secex, MDICE.

brasileira ainda é, em certa medida, uma incógnita. A curto prazo, pelo menos, a indeterminação parece refletir uma certa deterioração das expectativas referentes à capacidade da economia argentina de efetivamente adaptar-se ao novo quadro sem alteração dos parâmetros vigentes no seu regime de políticas monetária e cambial. E este é, certamente, um ponto relevante no que se refere aos rumos da coordenação macroeconômica.

IV. O REGIME CAMBIAL BRASILEIRO

IV.1. *Antecedentes: A política cambial no Plano Real: 1994-98*

A experiência monetária e cambial no período 1994-98 pode ser resumida no binômio câmbio apreciado-juros elevados. As razões e a história desta característica básica da política de estabilização brasileira são relatadas sinteticamente nos parágrafos a seguir.

A combinação de uma expressiva queda nominal da taxa de câmbio com uma inflação residual bastante elevada gerou uma apreciação real excepcionalmente elevada da moeda doméstica logo no início do Plano Real. Nos primeiros seis meses após a deflagração do plano, o valor relativo da moeda brasileira sofreu uma queda real de 29% (ou 41% se medida pela desvalorização requerida para voltar ao nível anterior) —bastante superior à verificada em outras experiências de estabilização, como a argentina em 1991, a mexicana de 1987 ou a israelense de 1985—.

A consequência desta apreciação cambial foi uma súbita conversão de um superávit comercial que se manteve próximo de uma média anual de

US\$ 13 bilhões nos dez anos que antecederam o Plano Real para um déficit crescente, que atingiu US\$ 8,4 bilhões em 1997 (baixando para US\$ 6,4 bilhões em 1998, devido à recessão daquele ano). Ao mesmo tempo, o saldo em conta corrente passou de uma posição equilibrada para um valor negativo de US\$ 33,6 bilhões —equivalentes a 4,3% do PIB— em 1998 (tabela 6).

Mesmo não havendo uma rigidez da taxa de câmbio, as correções de seu valor nominal ocorridas nos anos seguintes não foram suficientes para restaurar um nível de taxa de câmbio real compatível com uma redução substancial do déficit na balança comercial e nas transações correntes. Neste sentido, isto é, considerando que ao final de quatro anos os preços haviam subido muito mais do que o câmbio e que durante todo este período se colocou restrições a uma correção rápida de um desalinhamento tido quase que como consensual (pelo menos ao longo de 1998 as autoridades econômicas já assumiam abertamente que havia um desalinhamento a ser corrigido), pode-se falar de uma âncora cambial.

Do lado da política monetária, a necessidade de financiar um elevado déficit em conta corrente obrigava a manutenção de taxas de juros elevadas. A entrada líquida de capitais requerida para cobrir este déficit acumulou US\$ 110 bilhões entre 1994 e 1998 elevando o passivo externo líquido do país para US\$ 324 bilhões em fins de 1998. Para reforçar as reservas, entraram outros US\$ 39 bilhões até junho de 1998 (depois houve uma forte queda em decorrência da crise russa). Em suma, cerca de US\$ 150 bilhões foram bombeados, em termos líquidos, para dentro da economia brasileira no período. Para garantir este fluxo (e também por razões que serão acrescentadas logo adiante) o nível real das taxas de juros básicas esteve sistematicamente

TABELA 6. *Taxa de câmbio real e transações correntes, 1984-99*

<i>Ano</i>	<i>Taxa de câmbio real (R\$/US\$)¹ (1993=100)</i>	<i>Balança comercial (US\$milhões)</i>	<i>Transações correntes (US\$milhões)</i>
1984-93	127.1	13,023	77
1994	85.2	10,466	-1,689
1995	67.3	-3,466	-17,972
1996	65.3	-5,554	-23,136
1997	66.0	-8,357	-33,437
1998	66.9	-6,430	-33,611
1999	100.3	-1,213	-24,997

FONTES: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal e Nota para a Imprensa, vários números; Secex, Balança Comercial Brasileira; e IBGE.

NOTAS: ¹ Calculada usando-se o índice nacional de preços ao consumidor como deflator doméstico e o PPI dos EUA como indicador da inflação externa.

acima de 16% ao ano¹⁵ durante mais de 4 anos do regime cambial anterior alcançando uma média de 21,8% entre 1995 e 1998 (tabela 7), sendo que, a partir do agravamento da crise asiática, esta média subiu consideravelmente (para quase 27% entre novembro de 1997 e dezembro de 1998). Isto levou a que a economia crescesse a taxas muito inferiores ao seu potencial e que, a partir do quarto trimestre de 1997 entrasse numa fase de estagnação.

Numa primeira abordagem, pode-se dizer que havia, em suma, uma alocação particular dos instrumentos de política econômica, em que o câmbio estava voltado para a contenção da inflação e a taxa de juros para a correção do desequilíbrio externo. Este tipo de alocação da política econômica introduzia um viés recessivo na economia. Mais que isso, ao manter o câmbio apreciado e gerar um elevado déficit em conta corrente, gerava uma situação de desequilíbrio da conta corrente numa trajetória que sugeria crescente vulnerabilidade externa; e ao manter os juros excepcionalmente altos, levava a uma trajetória insustentável da dívida pública. Estas duas características indicavam, para os agentes econômicos, uma inconsistência, no tempo, desta combinação de políticas¹⁶.

Embora a argumentação acima destaque elementos centrais do regime monetário e cambial do Plano Real entre 1994-98, a realidade das regras e da política econômica econômica efetivamente postas em prática contém certas nuances que cabe agora destacar. Em particular, o fato de que a política monetária passou a ter um impacto deflacionário na economia liberou, parcialmente, a política cambial do papel de âncora. O ritmo das minidesvalorizações cambiais passou a situar-se sistematicamente acima da taxa de inflação desde o segundo semestre de 1996, promovendo uma lenta e gradual depreciação real da moeda brasileira (*vide* Gráfico 3).

TABELA 7. *Brasil, taxa de juros e inflação (1995-98)*

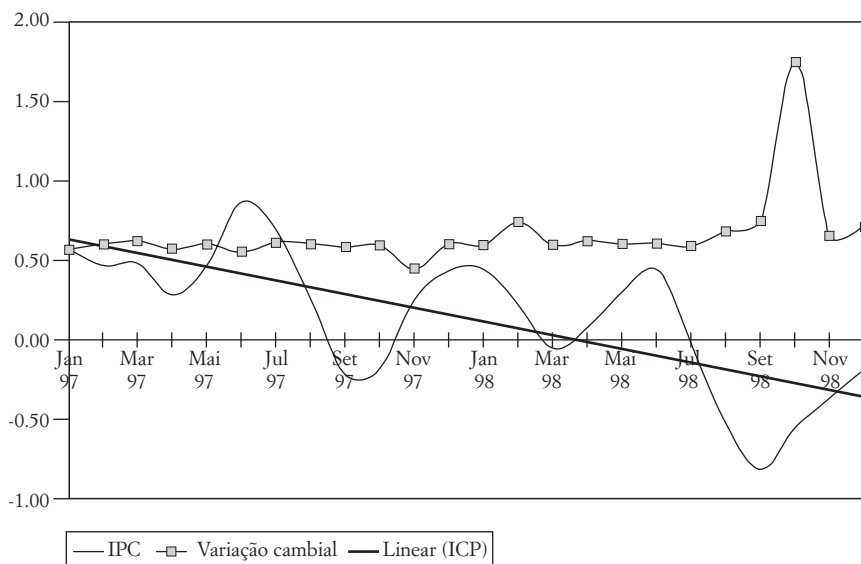
Período	Taxa de Juros Básica Nominal	Taxa de inflação		Taxa de Juros Real	
		IGP	INPC	Deflator INPC	Deflator IGP
1995	53.0	14.8	22.0	25.5	32.7
1996	27.3	11.1	9.	16.5	15.6
1997	24.8	6.8	4.3	19.6	16.7
1998	28.8	8.6	2.5	25.7	19.5
1995-98	33.0	10.3	9.2	21.8	20.9

FONTES: Banco Central, IBGE e FGV, conjuntura econômica.

¹⁵ Tomando-se médias móveis trimestrais para a taxa de juros real deflacionada pelo INPC, em apenas 6 entre 52 observações, de setembro de 1994 a dezembro de 1998, a taxa de juros real ficou abaixo de 16% ao ano.

¹⁶ Este ponto está bem discutido em Pastore e Pinotti (1999).

GRÁFICO 3. Câmbio e inflação no Brasil: 1997-98



Visto assim, na sua complexidade real, o regime cambial e monetário vigente no período 1994-98 já não poderia, a rigor, ser descrito pela combinação de uma política monetária voltada exclusivamente para o objetivo de equilíbrio externo e uma política cambial voltada exclusivamente para a estabilização (âncora cambial). Ainda assim, a inconsistência da política econômica — e a vulnerabilidade externa (em particular a exposição a ataques especulativos) — anteriormente assinalada persistiu, sobretudo por um problema de *timing*: a correção lenta e gradual da taxa de câmbio real não chegou a ter efeitos significativos sobre as transações correntes no prazo requerido para evitar uma crise de confiança fatal¹⁷.

Uma outra consequência da estratégia gradualista de correção do câmbio foi seu impacto sobre o custo real do dinheiro, via condição de arbitragem entre juros internos e externos. Isto porque, como o ritmo da desvalorização cambial efetiva — que logo passou a ser incorporada às expectativas dos agentes econômicos — passou a ficar sistematicamente superior ao da inflação doméstica, a atração de capitais passou a depender de uma taxa de juros nominal suficientemente alta para cobrir os juros externos, o risco país

¹⁷ A condição de sucesso desta política seria a existência de um cenário internacional favorável, e em particular de um fluxo substancial de recursos para as economias emergentes, durante toda a fase de ajuste gradual da taxa de câmbio e redução do déficit em conta corrente a níveis sustentáveis. Evidentemente, verificada esta condição *sine qua non*, um avanço no sentido do equilíbrio das finanças públicas daria uma contribuição grande para o sucesso da estratégia.

e uma desvalorização esperada de cerca de 7,5% a.a. (à qual deveria somar-se ainda um prêmio de risco entre 2 e 3 pontos percentuais, ou mais em situações de agravamento da desconfiança).

Em suma, a flexibilização da âncora cambial (permitindo que o instrumento câmbio começasse a ser usado —ainda que com cautela— para fins de balanço de pagamentos) e sua progressiva substituição pela taxa de juros como instrumento de estabilização não eliminaram as fragilidades do Plano Real. A dívida externa continuou crescendo aceleradamente por força de um déficit em conta corrente que seguiu sendo muito elevado, ao mesmo tempo em que a dívida pública se expandia velozmente, impulsionada por um déficit fiscal cuja redução a níveis aceitáveis havia sido inviabilizada pelos elevadíssimos encargos da dívida pública —encargos estes inflados tanto pela correção cambial (incidente sobre a dívida pública externa) quanto pelas altas taxas de juros reais domésticas—.

No contexto acima descrito, a sucessão de distúrbios em economias emergentes, culminando com a crise russa de agosto de 1998, deram partida a uma fuga acentuada de capitais, que acabou por adquirir características de ataques especulativos, sob cujo impacto submergiu o regime de mini-desvalorizações (ativo) em janeiro de 1999, dando lugar à flutuação do real.

IV.2. *O regime cambial e monetário brasileiro pós 1999*

A implantação do regime de câmbio flutuante no Brasil não resultou de uma opção amadurecida e planejada. Ao contrário, as autoridades econômicas foram forçadas a deixar flutuar a moeda em meio a uma crise cambial e ao fracasso fulminante do plano de saída organizada do regime cambial anterior —consolidada na proposta da *banda diagonal endógena*—. Entretanto, uma vez adotado, o novo regime em pouco tempo se consolidou como uma opção de caráter permanente.

Após um curto período de indefinição, pouco a pouco, ao longo dos primeiros meses de 1999 foi ganhando contornos mais nítidos o modelo de flutuação pretendido pelas autoridades econômicas. Aparentemente, um regime caracterizado por uma flutuação da taxa cambial tão pura quanto possível e por uma liberalização razoavelmente ampla do acesso ao mercado de câmbio.

Desde o início, uma pergunta que ficou no ar diz respeito à tolerância das autoridades econômicas em relação aos movimentos da taxa cambial determinados pelo mercado. Nos primeiros documentos oficiais, embora houvesse uma definição clara no que concerne à decisão de promover intervenções para limitar desordem ou excesso de volatilidade, o mesmo não ocorria com relação a pretensão do governo de influir ou não no nível (ou intervalo de flutuação) das cotações da moeda estrangeira. O *Memorando de Política Econômica* enviado ao Fundo Monetário Internacional em março de 1999, por exemplo, fazia uma ressalva temporária à determinação pelo mercado do nível da taxa de câm-

bio, considerando a escassez «estrutural» de financiamentos externos projetada para aquele ano¹⁸. De acordo com este documento: «Sob o novo regime de flutuação de câmbio, as vendas de moeda estrangeira no mercado por parte do Banco Central serão efetuadas regularmente para alcançar o financiamento projetado para o balanço de pagamentos». (Ministério da Fazenda, 1999, pág.7).

Ou seja, segundo o referido documento enviado ao FMI, o governo faria uma projeção do balanço de pagamentos e, identificado um fluxo negativo de recursos, cuidaria de abastecer o mercado de câmbio com um volume de divisas equivalente ao déficit projetado. Ora, ocorre que as projeções são feitas tomando por base uma determinada taxa de câmbio, de forma que o próprio exercício tem um pressuposto implícito de uma taxa de câmbio não formada exclusivamente pelas forças de mercado, já que num regime de flutuação pura esta taxa não poderia ser predeterminada, sendo antes a variável de ajuste. Mas, apesar desta formulação da política cambial, as declarações dos membros da equipe econômica, e a própria prática da política cambial nos meses seguintes, sugeriam uma intenção primeira do governo a não interferir no *nível* da taxa de câmbio.

De todo modo, a implicação da nova concepção da política econômica seria afastar do câmbio qualquer tarefa em relação à estabilidade dos preços. Isto posto, havia que definir claramente qual seria a âncora nominal do sistema.

A idéia do estabelecimento de uma âncora monetária —já fracassada em tentativas anteriores— foi descartada pelas autoridades possivelmente devido à instabilidade da demanda por moeda. Assim sendo, e tendo em conta experiências recentes em diversos outros países, as autoridades econômicas não demoraram em optar por um regime de metas inflacionárias. Neste regime são estabelecidas metas para a inflação futura cujo cumprimento passa a constituir o objetivo central da política monetária. Em 30 de junho de 1999 o Conselho Monetário Nacional fixou as metas inflacionárias para o período 1999-2001, com um intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais para cima ou para baixo, conforme a tabela 8 a seguir.

TABELA 8

<i>Ano</i>	<i>Metas de Inflação (variação % do IPCA)</i>	<i>Intervalo de Tolerância (%)</i>
1999	8.0	6.0-10.0
2000	6.0	4.0-8.0
2001	4.0	2.0-6.0

¹⁸ Para 1999 estava previsto um volume de amortizações e vencimentos de títulos públicos e privados excepcionalmente elevado (da ordem de US\$ 45 bilhões), num contexto em que o fluxo de financiamento externo estava relativamente contido dadas as incertezas concernentes aos mercados emergentes em geral e ao Brasil em particular. Havia assim um déficit previsível de divisas no mercado de câmbio.

O instrumento central da política monetária passou a ser a fixação da taxa de juros para empréstimos por um dia no mercado de reservas bancárias —conhecida como taxa *Selic*¹⁹—, que funciona como a taxa primária da economia. A decisão sobre o nível dos juros primários toma por base projeções feitas pelo Banco Central para a taxa de inflação para um intervalo futuro de tempo, entre 6 meses e dois anos. Se as projeções estiverem superando as metas inflacionárias elas sinalizarão a necessidade de uma elevação da taxa de juros básica, o inverso ocorrendo quando as projeções indicarem inflação abaixo das metas. (*vide* Banco Central do Brasil, 1999, pág. 77).

Supostamente, sob o novo regime de política econômica, a taxa de juros básica deveria ser manejada exclusivamente com a finalidade acima —o cumprimento da meta inflacionária— sem qualquer preocupação com o equilíbrio externo. Em contraposição, a variação da taxa de câmbio seria o mecanismo principal destinado a garantir o nivelamento dos fluxos do balanço de pagamentos. Esta redefinição da designação dos instrumentos de política econômica permitiria superar os impasses principais do regime anterior. Supostamente, havendo uma perspectiva de queda da inflação abaixo das metas, o Banco Central poderia reduzir as taxas de juros —independentemente da situação do balanço de pagamentos—. Com isto, a suposição é de que esteja liberado o caminho para reduzir os juros, de forma a promover o crescimento e reduzir o peso dos encargos financeiros sobre as trajetórias do déficit e da dívida do setor público. Por outro lado, com o câmbio liberado para flutuar, estariam dadas as condições para um ajuste do balanço de pagamentos menos dependente de juros excepcionalmente altos para atrair recursos externos, como também para que a economia operasse sob uma menor vulnerabilidade a movimentos especulativos de capitais de curto prazo.

É evidente, contudo, que para que os juros possam baixar é necessário que os demais fatores que influenciam a inflação —como o déficit público, choques externos e o próprio câmbio estejam contribuindo favoravelmente para a queda da inflação (projetada) abaixo das metas—. Vê-se portanto que o balanço de pagamentos acaba entrando novamente —embora de forma indireta— como um condicionante da política monetária: havendo um desequilíbrio importante que produza uma desvalorização cambial suficientemente elevada para elevar a inflação projetada acima das metas estabelecidas, então o Banco Central seria obrigado a aumentar os juros. Esta últi-

¹⁹ Sigla para o Sistema Especial de Liquidação e Custódia de títulos públicos. A decisão com respeito ao nível da taxa Selic é tomada em reuniões periódicas do Comitê de Política Monetária (COPOM). Em regra, além de optar pela manutenção, aumento ou redução da taxa de juros, o COPOM estabelece um viés —de alta, baixa ou neutro— indicando em que sentido ela pode ser eventualmente alterada no intervalo entre duas reuniões do órgão, através de uma decisão autônoma do presidente do Banco Central.

ma hipótese parecia, entretanto, fora dos cálculos das autoridades econômicas quando se manifestaram por um regime de câmbio próximo da flutuação pura.

Características e desempenho no novo regime cambial em seu primeiro ano e meio de existência

Por comparação com o regime cambial anterior, o novo regime cambial passou a exibir, *de início*, as seguintes características: 1) maior variabilidade e imprevisibilidade da taxa de câmbio (tanto nominal quanto real); 2) menor necessidade de intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio; 3) custo mais elevado do hedge cambial; 4) maior independência da política monetária — e em particular a capacidade de operar com taxas de juros mais baixas—. Algumas destas características são inerentes ao regime de câmbio flutuante, enquanto que outras —de caráter transitório— foram determinadas pela incerteza derivada da própria mudança de regime.

O gráfico 4 a seguir mostra o contraste entre o período pré e pós flutuação, no que concerne às duas primeiras características. Ali se vê que, embora houvesse uma desvalorização sistemática da taxa de câmbio no primeiro período, esta se dava a um ritmo não apenas baixo, como bastante estável. Por sua vez, esta estabilidade na trajetória da taxa de câmbio implicava volumosas intervenções diretas do Banco Central no mercado de câmbio. Além disso, requereu intervenções indiretas —via venda de dólares no mercado futuro, venda de títulos da dívida pública com cláusula de correção cambial, compra de *Bradies* no mercado externo, etc— em escala crescente, além da manipulação da taxa de juros e nas regras de entrada e saída de capitais, como forma de afetar os fluxos de dólares de e para a economia do país.

Ainda no que se refere à variação da taxa de câmbio, cabe notar não apenas o aumento da volatilidade diária, semanal ou mensal, mas também o fato de que a taxa de câmbio parecia não tender para um alinhamento em relação a um nível que pudesse ser considerado como de equilíbrio. Cabe entretanto ressaltar que, passada a turbulência inicial do primeiro ano do novo regime, começou a verificar-se uma nítida redução da volatilidade. E isto num contexto em que as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio foram se reduzindo ao ponto do Banco Central se ausentar inteiramente do mercado ao longo do primeiro semestre de 2000, como se pode observar na tabela 9 a seguir. Além disso, o governo afastou-se também da função de oferecer hedge cambial ao setor privado, reduzindo progressivamente a participação dos títulos indexados ao dólar na oferta de títulos públicos.

É difícil prever se a redução da volatilidade cambial no período mais recente acima referido é uma tendência permanente ou não. De certa forma é surpreendente que seja assim, visto que a taxa de câmbio entre as principais moedas fortes do mundo tem flutuado acentuadamente desde o fim da

era Bretton Woods, sem mostrar tendências claras no sentido de convergência na direção de um nível de equilíbrio de longo prazo. Contudo, conforme já comentado, há uma hipótese de que o «melhor comportamento» por parte de algumas moedas flutuantes de economias emergentes depois das crises do final dos anos 90 possa constituir uma tendência —explicável pelo fato de que tais países simplesmente não podem admitir uma flutuação muito intensa do câmbio, pois isto poria em risco sua estabilidade macroeconômica—. Em tais circunstâncias, a percepção pelos agentes econômicos (sobretudo os especuladores) de que o Banco Central não permitiria uma flutuação grande levaria o mercado a agir de forma estabilizadora —vendendo moeda estrangeira sempre que as cotações estivessem subindo muito (e portanto os risco de queda por ação do Banco Central aumentasse) e comprando-a sempre que as cotações caíssem muito—.

TABELA 9. *Reservas internacionais e intervenções do Banco Central no mercado de câmbio (em US\$ bilhões)*

Mês	Reservas ¹	Intervenções no mercado de câmbio ²	Operações do BCB com o Setor Externo
Jan/99	36.1	-8.60	0.15
Fev/99	35.5	-0.18	-0.35
Mar/99	33.8	-1.90	0.10
Abr/99	44.3	-1.40	11.90
Mai/99	44.3	0.50	-0.51
Jun/99	41.3	0.25	-3.20
Jul/99	42.2	0.00	0.93
Ago/99	41.9	-0.15	-0.07
Set/99	42.6	0.00	0.70
Out/99	40.1	0.05	-2.60
Nov/99	42.2	-0.43	2.55
Dez/99 ³	36.3	-1.50	-4.40
Jan/00	37.6	1.30	0.09
Fev/00	38.4	0.00	0.82
Mar/00	39.2	0.02	0.82
Abr/00	28.7	0.00	-10.40
Mai/00	28.6	0.00	-0.14
Jun/00	28.3	0.00	-0.31

NOTES: ¹ Posição no final do mês, no conceito de liquidez internacional. A queda observada no mês de abril foi derivado do pagamento de US\$ 10,5 bilhões de juros e principal no âmbito do programa de assistência financeira internacional ao país.

² Sinal positivo indicando compras líquidas do Banco Central no mercado de câmbio e negativo, vendas líquidas de divisas pelo Banco Central no mercado de câmbio.

³ Destes US\$ 1,5 bilhão são referentes às vendas para provimento de liquidez na passagem para o ano 2000.

FONTE: Banco Central do Brasil, *Nota para a Imprensa, Setor Externo*, vários números.

Quanto à terceira característica acima apontada, era quase que um corolário da maior volatilidade e da tendência incerta da taxa de câmbio que o custo do hedge tendesse a aumentar. Por outro lado, o fato de que o sistema bancário brasileiro ainda se encontrava numa fase de aprendizado em sua convivência com as novas regras do jogo, levava a que o setor privado fosse pouco ativo na oferta de *hedge* e que os custos da proteção cambial fossem inflados. O gráfico 6 a seguir mostra a evolução deste custo entre 1998 e o primeiro semestre de 2000, medido pela relação entre as taxas das operações de *swap* entre juros prefixados e juros pós-fixados (CDI) e as taxas de swaps entre dólares e juros pós-fixados. Pode-se notar que o custo do *hedge* sobe muito com a mudança do regime cambial, e volta a ter uma nova elevação com as incertezas cambiais a partir de julho de 1999. A partir do final de 1999, contudo, este custo entrou numa trajetória de queda pronunciada.

Por fim, cabe destacar que a desvinculação da política monetária da função de equilibrar o balanço de pagamentos conferiu às autoridades monetárias um grau de liberdade para promover a redução das taxas de juros. É verdade, contudo, que dois outros fatores contribuíram bastante para que esta possibilidade teórica se concretizasse. Primeiramente, o acentuado aumento do ingresso de investimentos diretos estrangeiros, o que reduziu a necessidade de atrair capitais de empréstimos para fechar o balanço de pagamentos (sem pressionar demais a taxa de câmbio). Em segundo lugar, a queda do custo do hedge cambial tornou mais fácil atrair capitais de emprésti-

GRÁFICO 4. *Variação semanal do câmbio*

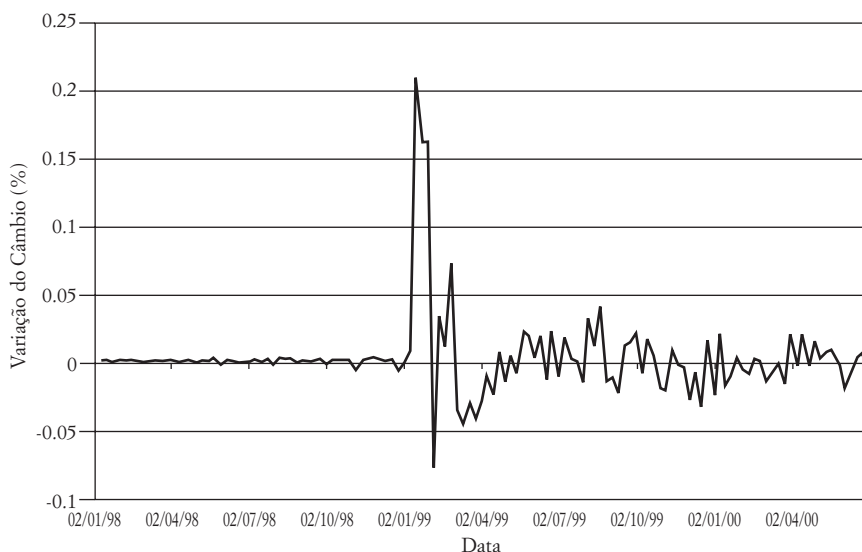
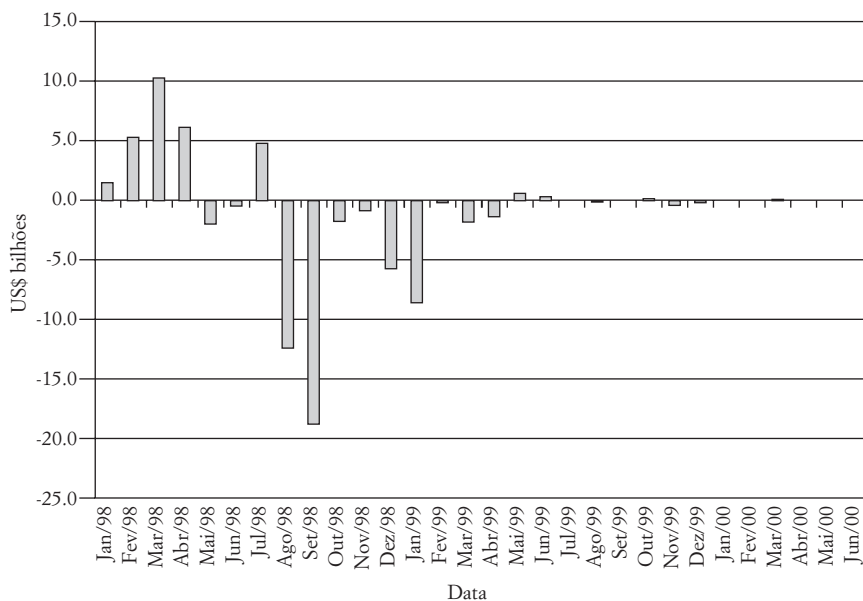
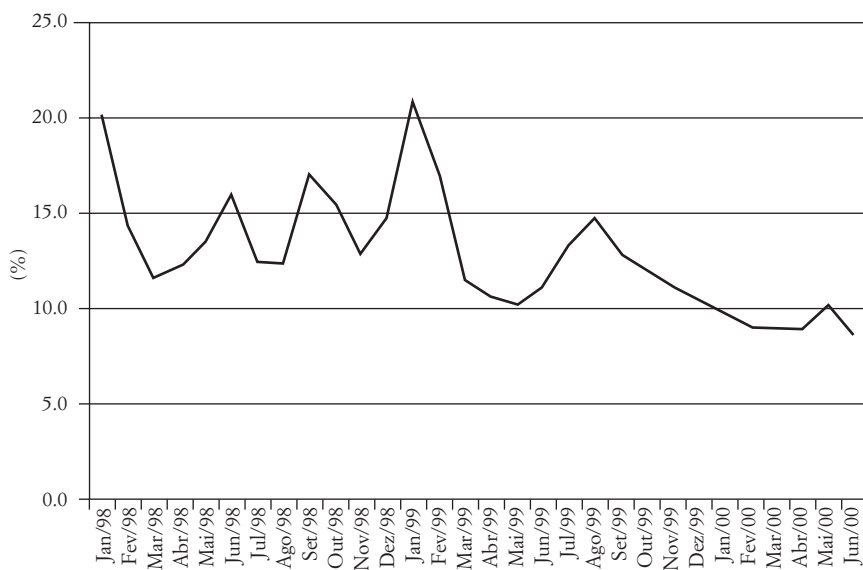
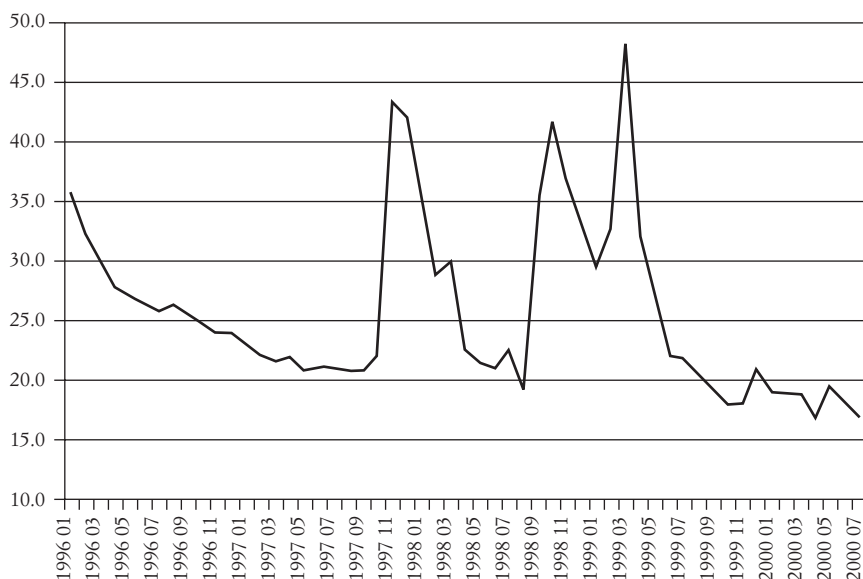


GRÁFICO 5. *Intervenções do Banco Central no mercado de câmbio (em US\$ bilhões)*GRÁFICO 6. *Custo do Hedge Cambial para 1 Ano*

mo com uma menor taxa de juros doméstica²⁰. Isto permitiu que as taxas de juros da economia caíssem, tanto em termos nominais (Gráfico 7) como reais aos níveis mais baixos observados desde o início do Plano Real.

Em suma, apesar da maior volatilidade da taxa de câmbio dentro do novo regime, o custo da proteção contra desvalorizações cambiais — passada a incerteza inicial — acabou caindo a níveis inferiores aos vigentes no período crítico do regime anterior (após a crise asiática), o que permitiu — junto com a redefinição dos papéis das políticas macroeconômicas — baixar substancialmente a taxa de juros. A combinação da redução dos juros com a depreciação cambial criou condições para uma retomada do crescimento da economia brasileira (em simultâneo com melhoria das contas externas), o que foi percebido como indicador de sucesso do novo regime cambial, consolidando sua assimilação pelo governo e pelos agentes econômicos.

GRÁFICO 7. Taxa de Juros Over/Selic (% a.a.)



Contudo, possivelmente a principal razão pela qual o regime cambial instaurado no Brasil a partir de janeiro de 1999 conquistou terreno dentro e fora do governo, tornando-se uma instituição de difícil reversão foi o fato de que ele se mostrou consistente com a inflação baixa. Mais concretamente, o fato de que, não se verificando uma relação forte entre mudanças no câmbio nominal e inflação, a taxa de câmbio provou ter influência importante sobre o nível da taxa de câmbio real, sendo portanto um mecanismo eficiente de ajustamento macroeconômico.

Resumidamente, ao longo dos primeiros 18 meses após a mudança do regime cambial, o coeficiente de pass-through do câmbio para os preços ao consumidor foi, conforme se pode observar na tabela 10 a seguir, de cerca de 19% (e de 16,5% quando descontada a inflação externa). A desvalorização nominal de 50% neste período converteu-se numa desvalorização real de 44% frente ao dólar —e tendeu a se estabilizar relativamente a partir deste nível—. Dado que a inflação doméstica passou também a convergir para um nível próximo ao da inflação norte-americana, para que uma importante desvalorização real não fosse retida, deveria ocorrer uma apreciação nominal substancial da moeda brasileira.

Referindo aqui novamente à teoria da unificação monetária (como base para a coordenação de políticas macroeconômicas) a experiência brasileira com o regime de câmbio flutuante no seu primeiro ano e meio de existência sugere o seguinte:

- O reduzido impacto das variações cambiais sobre o nível de preços faz com que seja alto o custo de abandonar o mecanismo cambial de ajustamento, ao mesmo tempo em que praticamente elimina um dos principais benefícios da fixação de uma taxa de câmbio irrevogavelmente fixa, a saber, a estabilização dos preços facilitada pelo ganho de credibilidade da política monetária;
- Por outro lado, a segunda grande vantagem do câmbio permanentemente fixo, que seria a redução dos custos de transação nas trocas

TABELA 10. *Taxa de câmbio real e coeficiente de pass-through no Brasil: 1999-2000*

Mês	Variação acumulada do câmbio e inflação (%)			Coeficiente de pass-through		Índice da taxa de câmbio real (dez 98=100)
	INPC (Brasil)	R\$US\$	PPI (EUA)	Câmbio/INPC	Ajustado (*)	
Fev/99	1.9%	58.8%	-0.2%	7.9%	7.8%	155.4
Dez/99	8.4%	52.6%	3.0%	14.0%	13.0%	144.9
Jun/00	9.7%	50.0%	5.6%	18.7%	16.4%	144.4

NOTES: * Ajustado pelo PPI americano, ou seja EP*.

FONTES: IBGE, Banco Central do Brasil e Bureau of Labour Statistics.

internacionais seriam potencialmente grandes, por unidade de câmbio, nas trocas com o MERCOSUL e (caso o câmbio fosse fixo com o dólar) com os Estados Unidos, bem como nas transações financeiras internacionais realizadas em dólar. Isto porque um dos principais custos de transação, que é o da proteção contra variações cambiais, tende a ser elevado com câmbio flutuante —e de fato foi bastante elevado, embora decrescente, no primeiro ano e meio do novo regime cambial (vide Gráfico 6)—. Contudo, os custos totais de transação são tão maiores para uma economia, quanto maior o seu grau de abertura —especificamente, a economia destes custos é tão maior quanto mais elevado o peso das transações comerciais do país com os parceiros de uma futura união monetária, como proporção do tamanho da economia—. E neste aspecto há uma distância enorme entre a situação do Brasil (frente ao MERCOSUL) e a da maioria dos países que aderiram ao euro. Enquanto a participação das exportações intra-comunitárias, no caso destes últimos países, variou de 7,1% do PIB (Espanha) a 50% (Bélgica e Irlanda) em 1990, no caso do Brasil, conforme já assinalado, as exportações para o MERCOSUL representaram 1,1% do PIB brasileiro em 1998.

- Por fim, a maior autonomia conquistada pela política monetária parece também um trunfo importante do regime de câmbio flutuante.

Em suma, passado pouco mais de um ano da adoção do regime de câmbio flutuante (e política monetária baseada em metas inflacionárias) o Brasil parecia já estar suficientemente comprometido com as novas instituições de forma que uma reversão parecia de baixíssima viabilidade. Assim sendo, a consolidação de regimes de política econômica opostos no Brasil e na Argentina foi sendo aos poucos assimilada e aceita como uma realidade a partir da qual se deve pensar o avanço da integração. Trata-se em última análise de conciliar o fato de que o regime de conversibilidade está profundamente enraizado na Argentina (onde embebe o próprio tecido de contratos), com o fato de que a economia brasileira, profundamente heterogênea, amplamente diversificada e altamente fechada, até onde a vista alcança, teria possivelmente mais a perder do que a ganhar, se abrisse mão da capacidade de fazer políticas monetária e cambial.

Por outro lado, há seguramente uma vontade política do Brasil de coordenar políticas macroeconômicas com os parceiros do MERCOSUL, que não encontra explicação simplesmente no plano econômico. Além disso, a importância crescente do investimento direto estrangeiro nas economias da região tem, obviamente, atuado no sentido de reforçar o interesse econômico na integração bem como, muito especialmente, na harmonização das políticas e convergências das instituições. Mas coordenar políticas econômicas implica, via de regra, sacrificar determinados objetivos ou incorrer em determinados custos, em função de benefícios que a coordenação pode

trazer para as economias em processo de integração. A questão consiste pois em saber os avanços possíveis em termos de abdicação de objetivos domésticos dadas as opções já feitas. Este é o tema da seção final a seguir.

V. REFLEXÃO FINAL SOBRE A COORDENAÇÃO DE POLÍTICAS MACROECONÔMICAS NO MERCOSUL

Cumprida uma primeira etapa, no que toca essencialmente ao estabelecimento de uma união aduaneira —ainda que imperfeita—, podemos afirmar que o projeto MERCOSUL se encontra hoje diante de três importantes novidades.

Primeiramente o tema do avanço da coordenação tornou-se uma preocupação central dos responsáveis pela agenda da integração. Por outro lado, e num sentido relativamente contraditório com o anterior, a opção brasileira por um regime de câmbio flexível amadureceu rapidamente, deixando claro que, daqui por diante, quaisquer iniciativas deverão tomar em conta o fato de que a Argentina e o Brasil possuem arranjos cambiais profundamente diferentes —e que não tendem a convergir a curto e médio prazo—. É impossível negar a importância deste fato, que em maior ou menor medida compromete o projeto original de integração. O terceiro tipo de novidade provém do fato de que a desvalorização brasileira reabriu questões relativas ao futuro de setores como a indústria automobilística. Mais precisamente, a divisão do trabalho entre Brasil e Argentina no campo automobilístico e o próprio destino do acordo automobilístico encontram-se mais uma vez indeterminados.

No que segue, trataremos da primeira novidade acima referida (que de fato constituiu o objeto desta seção) e também teremos em conta algumas implicações das divergências dos regimes cambiais. O exame destas questões nos parece requerer uma reflexão sobre o próprio significado da coordenação e seu avanço no âmbito do MERCOSUL.

Propostas e Compromissos Relativos ao Avanço da Integração

Não existe uma exposição sistemática e coerente dos propósitos e etapas, daqui por diante, da integração econômica entre as nações integrantes do MERCOSUL. Há aliás uma notória contradição entre o anúncio de uma agenda oficial de coordenação que, começando pela harmonização estatística pretende chegar à fixação de metas comuns para variáveis como inflação, déficit e dívida pública a partir de 2001 e, por outro lado, a relativa consolidação de regimes (nacionais) de política econômica claramente diferenciados (adiante referidos).

Com o objetivo de refletir sobre essas manifestações contraditórias —e que tipo de coordenação parece fazer sentido na atual etapa do MER-

COSUL— começaremos por uma breve digressão acerca da idéia de coordenação.

O avanço da coordenação tendeu a ser entendido, desde que o tema começou a ser discutido, há cerca de dois anos, como uma tentativa de administrar e acelerar a convergência das instituições e desempenhos macroeconômicos. Ao assumir, de partida, que este seria o objeto precípua da coordenação, inadvertidamente parece ter ocorrido a omissão de uma importante etapa. Referimo-nos concretamente ao fato de que, preliminarmente ao esforço de harmonização, pode ser necessária uma fase de aceitação/acomodação das diferenças e de suas implicações. Nesta perspectiva, a admissão de que alguns contrastes serão preservados —a curto e médio prazos— mas as suas consequências serão aplainadas, pode implicar o reconhecimento de que um importante trabalho de coordenação deve ter início antes de que se possa alcançar avanços significativos na harmonização propriamente dita. Aparentemente modesta, esta agenda preliminar de fato contempla avanços em três direções. São estas razões, aliás, que justificam o esforço de coordenação —ainda quando as diferenças sejam assumidamente preservadas—.

Antes de mais nada as políticas econômicas deveriam passar a ter em conta os efeitos derramamento (*spill over*) das políticas nacionais nos demais países. A este propósito cabe frisar que os referidos efeitos podem revelar-se importantes, dada a notória diferenciação em estrutura e tamanho das economias do bloco e, mais que isso, tendem a acentuar-se com o tempo, em consequência do próprio avanço da integração. Uma segunda razão para que sejam buscados avanços de coordenação —aqui referidos como preliminares— consiste em que a maior integração comercial e financeira abre espaço para oportunidades de arbitragem que podem se revelar indesejadas. Referimo-nos aqui ao fato de que diferenças institucionais, tributárias ou legais podem resultar em desvios em operações ou mesmo em oportunidades de negócios indesejáveis do ponto de vista do todo²¹. Por fim, haveria também que passar a ter em conta o fato de que nem sempre as reações isoladamente tomadas face as choques externos comuns, resultam em soluções superiores do ponto de vista do conjunto. Este tipo de problema, que pode manifestar-se nos mais diferentes cenários, deveria se tornar objeto de atenções especiais num contexto em que sócios com características marcadamente diferenciadas, buscam a cooperação e a integração.

Não obstante a complexidade das tarefas que caberia enfrentar dentro da etapa preliminar que acabamos de caracterizar, as novas propostas relativas ao avanço da integração recentemente surgidas colocaram em pauta objetivos muito mais ambiciosos. De fato, referências oficiais foram feitas ao estabelecimento, desde já, de metas concretas de convergência macroe-

²¹ Referido na literatura, genericamente como efeito arbitragem. *Vide* Bryant (1995, capítulo 1).

conômica. Mais que isso, chegou-se a pretender avançar na criação das pré-condições de uma futura unificação monetária. Nesta perspectiva, seriam desde já fixados objetivos mandatórios tais como tetos para o déficit público, inflação e dívida pública. Presume-se, neste caso, a possibilidade de avanços num movimento estritamente convergente —que culminaria com a unificação monetária—. Um exemplo deste tipo de postura (referida, obviamente, ao estágio mais avançado da integração) seria fornecido pelos compromissos de Maastricht.

Existe nesta abordagem a suposição implícita de que as diferenças existentes podem ser superadas num horizonte de tempo previsível e que eventuais dificuldades podem também ser gradativamente compensadas. Duas importantes consequências deste caminho ou abordagem consistem em: primeiramente, dar ênfase à opção política inicial no sentido da realização do projeto de integração/unificação; além disso, deixar bastante claros, desde o início, os objetivos a serem alcançados.

As propostas referentes à suposta convergência, num futuro próximo, das políticas macroeconômicas —que culminariam com a unificação monetária— poderiam ser caracterizadas como uma radicalização de um caminho que busca replicar características dos compromissos de Maastricht. O grande problema porém consiste em que, para os países europeus que assumiram os compromissos de Maastricht, não apenas o objetivo da união monetária estava claro, como a convergência dos regimes monetários e cambiais já vinha ocorrendo —e até mesmo o seu comando a partir de um centro (o Bundesbank) já se encontrava em grande medida aceito e assimilado—. Aliás, convém acrescentar que a Inglaterra, que relutou em aceitar esta convergência acabou (consistentemente) não embarcando no projeto maior do euro.

No caso do MERCOSUL, contrariamente, e não obstante os êxitos inegavelmente obtidos na primeira fase do processo de integração —a construção da união aduaneira—, as opções no que toca a regimes monetário e cambial não apenas divergiram, como esta divergência parece estar se enraizando através da cristalização de novos padrões de conduta, associados ao aparente êxito da experiência brasileira pós-janeiro de 1999²².

Face a estas recentes mudanças, a definição de metas análogas às de Maastricht parece efetivamente fora de propósito. O reconhecimento das dificuldades que acabamos de assinalar deve contudo ser acompanhado de uma advertência. Não obstante as dificuldades apontadas, há que reconhecer que o anúncio de metas a serem alcançadas introduz, em princípio, parâmetros para a integração —o que facilita a tomada de posição pelos atores privados, podendo inclusive reforçar o seu engajamento no processo de inte-

²² A oferta de *hedge* cambial pelo setor bancário privado foi se ampliando, barateando (conforme mostrado anteriormente) e tendo seus prazos alongados. No segundo semestre de 2000 o setor bancário já começava a realizar operações de *hedge* para até 8 anos.

gração—. Contrariamente, a inexistência de metas anunciadas pode efetivamente retardar os avanços e, além disto, manter permanentemente abertas e sujeita a renegociações, a pauta referente ao futuro do bloco.

Em suma, se o enfoque das metas parece irrealista na etapa que se abre, não há que negar que a inexistência de grandes objetivos do tipo meta pode também acarretar problemas consideráveis para a evolução da integração. Como já foi assinalado, as metas tendem a funcionar, tacitamente, como coordenadoras de decisões, e isto pode na prática implicar numa importante economia de negociações. Em outras palavras, a ausência de metas corre o risco de revelar-se um caminho excessivamente dependente de negociações e de recorrentes tomadas de decisões políticas. Isto requeriria que as atenções e o esforço decisório nacionais repetidamente se voltassem para o tema da integração. A hipótese carece no entanto de realismo, e isto não apenas pela premência de outros problemas muito mais relevantes no cotidiano político (inclusive inflexões impostas pelo calendário político), como pelas possíveis mudanças de rumos inerentes ao processo democrático.

Frente aos argumentos que acabam de ser apontados, faz sentido levantar a hipótese de que as novas circunstâncias demandam a construção de uma pauta específica para o prosseguimento do avanço dos esforços de integração. Esta pauta deveria combinar o realismo que parte do reconhecimento de que os impasses atuais impõem, por ora, a predominância da cooperação sobre a harmonização, com um esforço no sentido de que, em alguma medida, se consiga definir metas.

Em última análise esta abordagem híbrida compreenderia pelo menos três dimensões, que na sua forma mais genérica poderiam ser assim enunciadas:

- Defesa e conclusão das conquistas já realizadas, sobretudo no tocante à integração comercial e à criação de facilidades para os investimentos cruzados entre os integrantes do bloco;
- Definição de objetivos similares no tocante a certas variáveis de política macroeconômica. É importante destacar a este propósito que, especialmente no que se refere a determinadas variáveis, já ocorre um certo grau de coordenação implícito na busca de objetivos bastante semelhantes (referimo-nos no caso, por exemplo, à eliminação dos déficits públicos e à estabilização da relação dívida pública/PIB em montante considerado sustentável). Observe-se no entanto que a definição de objetivos similares não nega a diversidade dos meios empregados para alcançá-los —nem tampouco as possíveis diferenças nos valores a serem alcançados—. Isto significa que estaria sendo buscada uma coordenação que combina a preservação de diferenças com a perseguição de determinados objetivos comuns. Trata-se de saber se esta experiência, até o presente em boa medida pactuada no âmbito de acordos internacionais, não poderá ser preservada e redefinida ten-

do em conta critérios nacionais, ponderados por condicionantes e objetivos comuns ao grupo. A pactuação de objetivos desta ordem no âmbito do bloco, além de subsidiar a tomada de decisão por atores públicos e privados, poderia contribuir para o reforço da credibilidade quanto ao comprometimento dos governos com os objetivos declarados de política econômica;

- Aproveitamento das oportunidades e desafios enfrentados pelos membros do bloco para a intensificação da prática apenas incipiente de agregação das demandas nacionais e atuação coesa no plano das negociações internacionais.

A Coordenação Possível a Partir de uma Perspectiva Brasileira

Tendo por referência a abordagem mista acima referida, e reenfatizando alguns dos principais argumentos anteriormente levantados, apresentamos a seguir, de maneira bastante sumária e tópica, possíveis implicações para a definição de uma pauta de coordenação. Podemos destacar os seguintes pontos que nos parecem relevantes (mas que estão longe de compor uma listagem exaustiva), observados de uma perspectiva brasileira:

- Primeiramente, e conforme já discutido, não faz sentido, a curto prazo, para o Brasil, mudar o seu regime cambial. E num prazo mais longo, uma eventual redefinição possivelmente se daria no sentido de um regime intermediário, mas não para um dos regimes extremos —como um arranjo baseado num câmbio inteiramente fixo—.
- Associado ao regime cambial, o Brasil adotou também um regime monetário baseado em metas inflacionárias. Desta forma, o manejo da taxa de juros também está fortemente condicionado pelo comportamento de fatores especificamente domésticos, sendo pouco provável que em função de um objetivo supranacional (do MERCOSUL) se modifique esta política, senão que muito marginalmente.
- No que toca a política fiscal, há que se distinguir os objetivos macroeconômicos de redução do déficit e de controle da dívida pública das questões relativas à estrutura e à carga tributária. Quanto aos primeiros, há certamente um terreno comum para a harmonização de políticas com os outros membros do mercosul. Em particular, aplica-se aqui a idéia mencionada anteriormente da possível substituição de metas pactuadas com organismos internacionais pela definição de um pacto a nível regional. Portanto, dentre as grandes políticas macro, aqui parece estar a oportunidade maior em termos de estabelecimento de metas de convergência. Já no que se refere à uma eventual harmonização tributária (da carga fiscal) e previdenciária, o Brasil encontra-se presentemente numa situação em que internamente é extre-

mamente difícil promover um consenso, o que certamente torna muito mais distante a possibilidade de uma harmonização com os outros países. A guerra fiscal entre os estados e os impasses que vem adiantando e impedindo a aprovação da necessária reforma tributária, em tramitação no Congresso Nacional, ilustram eloquentemente este ponto.

- Quanto à legislação trabalhista, ponto relevante de uma pauta volta-da para assegurar algum grau de mobilidade internacional do trabalho, a harmonização esbarra em dificuldades semelhantes àquelas apontadas no caso das reformas fiscal e previdenciária.
- Por fim, há certamente uma longa pauta de políticas específicas que envolvem a competição e a mobilidade de bens, serviços e fatores — como, por exemplo, políticas de concorrência, anti-dumping, aperfeiçoamento e ampliação da abrangência da TEC, etc — em torno as quais poderiam haver avanços na direção de uma harmonização. Na medida em que tais passos fossem adotados e contribuíssem para o aprofundamento da integração econômica, o terreno estaria sendo preparado também para, num futuro alcançar um nível mais avançado de coordenação em políticas de âmbito mais geral.

BIBLIOGRAFIA

- Banco Central do Brasil (1999). *Relatório de Inflação*, Volume 1, nº 1.
- Banco Central do Brasil, (1998). *Análise do Mercado de Câmbio*, Ano 6, out-dez de 1998.
- Baumann, R. (1999). «Nota sobre as Relações Intra-Setoriais no Comércio Externo Brasileiro 1980-1996». Estudo Especial, *Carta da Sobeet*, ano II, nº 12.
- Bryant, R.C.(1995). *International Coordination of National Stabilization Policies*. The Brookings Institution.
- Currie, D. (1993). «International Cooperation in Monetary Policy: Has it a Future?» *The Economic Journal*, 103 (January, 178-187).
- Eichengreen, B. (1994). *International Monetary Arrangements for the 21st Century*. The Brookings Institution.
- Frankel, J.A. e Rose, A.K. (1997). «The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria». In: Blejer, M.I., et al. (eds.). *Optimum Currency Areas-New Analytical and Policy Developments*, IMF, págs 67-68.
- Giambiagi, F.(1999). *MERCOSUL: Por que a Unificação Monetária faz Sentido a Longo Prazo*. Ensaios BNDES. Ensaios BNDES 12, www.bndes.gov.br/publica/ensaio.htm.
- Hausmann, R. (1999). «Should there be five currencies or one hundred and five?». *Foreign Policy*, 116, Fall.
- Isard, P. (1995). *Exchange Rate Economics*. Cambridge University Press.
- Ishiyama, Y. (1975). «The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey». IMF, *Staff Papers*, 22(2), Jul.

- Krugman, P. (1999). Monomoney Mania. Revista *Slate*, *www.slate.com*.
- Krugman, P. (1991). *Has the Adjustment Process Worked?* Institute for International Economics.
- Kume, H. (1996). «MERCOSUL 1995: Uma Avaliação Preliminar». In: IPEA, *A Economia Brasileira em Perspectiva*.
- Machado, J.B.M. (1999). *Intercâmbio Comercial e Política Industrial em Espaços Econômicos Integrados*. Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UFRJ.
- McKinnon, R.I. (1963). «Optimum Currency Areas». *The American Economic Review*, Vol. 53 (September 1963): 717-725.
- McKinnon, R.I. e Ohno, K. 1997. *Dollar and Yen-Resolving Economic Conflict between the United States and Japan*. The MIT Press.
- Moreira, M.M. (1999). «A Indústria Brasileira nos Anos 90. O que já se pode dizer?». In: Giambiagi, F. e Moreira, M.M.(org.), *A Economia Brasileira nos Anos 90*, BNDES.
- Ministério da Fazenda (1999). Memorando de Política Econômica (8/3/99).
- Mundell, R. (1961). «A Theory of Optimum Currency Areas». *The American Economic Review*, LI, n.º 4 (November), pp 509-17.
- Mundell, R. (1997). «Updating the Agenda for a Monetary Union». In: Blejer, M.I., et al. (eds.). *Optimum Currency Areas-New Analytical and Policy Developments*, IMF, págs 29-48.
- Murray, J. (1999). «Why Canada Needs a Flexible Exchange Rate», Bank of Canada, Working Paper 99-12.
- Pastore, A.C. e Pinotti, M.C. (1999). «Câmbio flutuante, inflação e crescimento econômico». In: Velloso, J.P.R.(coordenador), *A Crise Mundial e a Nova Agenda de Crescimento*. Editora José Olympio, Rio de Janeiro.
- Sachs, J. e Larrain, F. (1999). «Why dollarization is more straitjacket than salvation». *Foreign Policy*, 116, Fall.
- Souza, F.E.P. (1999). «A Política de Câmbio do Plano Real (1994-1998): especificidades da âncora brasileira». *Revista de Economia Contemporânea*, n.º 5, pp. 37-56, jan-junho.
- Tobin, J. (1998). *Financial Globalization: Can National Currencies Survive?* Keynote Address, Annual World Bank Conference on Development Economics, *www.worldbank.org*.
- Walters, A. (1990), *Sterling in Danger*, Fontana.
- Williamson, J. 1985. *The Exchange Rate System*. Institute for International Economics. Revised edition.