

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA

**Áreas monetárias ótimas: considerações sobre os efeitos  
endógenos na união monetária na Europa**

ANDRÉ AUGUST SOUZA HERZOG  
matrícula nº.: 106031903

ORIENTADOR: Prof. Fernando Carlos G. de Cerqueira Lima

SETEMBRO 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA

**Áreas monetárias ótimas: considerações sobre os efeitos  
endógenos na união monetária na Europa**

---

ANDRÉ AUGUST SOUZA HERZOG  
matrícula nº.: 106031903

ORIENTADOR: Prof. Fernando Carlos G. de Cerqueira Lima

SETEMBRO 2010

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.*

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais Maria Inês Souza Herzog e Peter August Herzog e à minha irmã Mônica Souza Herzog, que sempre estiveram comigo ao longo de toda minha vida, me apoiando e me dando todas as condições para que eu chegasse até aqui.

Aos meus amigos com quem tenho o prazer de conviver e com quem eu sei que sempre poderei contar, pois mesmo que não se façam presentes em corpo, estão comigo diariamente.

Ao corpo docente e de funcionários do Instituto de Economia da UFRJ e da Escola Suíço-Brasileira que tiveram participação decisiva na minha formação.

À orientação precisa do Professor Fernando Carlos Lima, que sugeriu o melhor rumo que o trabalho deveria tomar, colaborando de maneira direta para sua elaboração.

Aos meus parentes e demais pessoas que passaram por minha vida e que, de uma maneira ou de outra, me fizeram ser quem sou hoje.

*“The Euro, probably more than any other currency, represents the mutual confidence at the heart of our community. It is the first currency that has not only severed its link to gold, but also its link to the nation-state.”* - Wim Duisenberg, ex-Presidente do Banco Central Europeu, 2002.

## RESUMO

Esta monografia pretende debater se a unificação europeia e, em especial a criação de uma moeda única, apresenta uma perspectiva de intensificação ou de deterioração com o passar dos anos. O debate será feito inicialmente à luz da teoria de Robert Mundell acerca de áreas monetárias ótimas e dos critérios elaborados pelo autor para definição do domínio adequado de uma moeda. Em seguida, a perspectiva histórica da criação do Euro e as críticas feitas à união monetária nos levam à teoria de efeitos endógenos pelos quais parecem passar os países-membros da Zona do Euro, utilizando, sempre que possível, evidências empíricas para elucidar a discussão.

# ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>CAPÍTULO I - A TEORIA DE ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS.....</b>	<b>10</b>
I.1 - Contextualização .....	10
I.2 - Áreas monetárias e moedas comuns .....	12
I.3 - Moedas nacionais e taxas de câmbio flexíveis.....	14
I.4 - Área monetária regional e taxas de câmbio flexíveis.....	15
I.5 - Limite superior ao número de moedas e áreas monetárias.....	17
I.6 - A contribuição de Ronald McKinnon .....	18
I.7 - Conclusões do capítulo .....	20
<b>CAPÍTULO II - A UNIÃO MONETÁRIA NA EUROPA .....</b>	<b>22</b>
II.1 - Contextualização.....	22
II.2 - A criação do Euro em uma perspectiva histórica.....	23
II.3 - Os critérios de Maastricht .....	27
II.4 - Principais críticas à união monetária na Europa .....	29
II.5 - Conclusões do capítulo .....	31
<b>CAPÍTULO III - EFEITOS ENDÓGENOS EM ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS</b>	<b>32</b>
III.1 - Contextualização .....	32
III.2 - Efeitos endógenos na integração econômica e sua evidência nos preços e no comércio.....	34
III.3 - Efeitos endógenos em choques simétricos e na produção .....	38
III.4 - Efeitos endógenos no mercado de trabalho e, em especial, nos salários.....	40
III.5 - Conclusões do capítulo.....	42
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>44</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>47</b>

## INTRODUÇÃO

A teoria que subsidiou a criação da Zona do Euro tem origens com Robert Mundell que, em 1961, questionou a correspondência de um para um entre o número de moedas e países. Mundell abriu, assim, a possibilidade de que um país possuísse mais de uma moeda ou, analogamente, que regiões de países diferentes – ou mesmo países diferentes como um todo – partilhassem uma mesma moeda. Segundo o autor, uma reorganização mundial dos domínios monetários faria com que os ajustes nas regiões e estados nacionais se dessem de maneira mais sutil e sem tantos encargos sociais quando passassem por flutuações econômicas.

As diferentes políticas cambiais existentes ou em fase de elaboração pautaram esse debate, que ganhou força com as críticas feitas ao padrão-ouro nas décadas de 1950 e 1960. No entanto, até então parecia improvável que países pudessem abrir mão voluntariamente de uma expressão de sua soberania nacional tão importante quanto suas moedas em prol de um bem comum. Nesse contexto, foi apenas com a criação da Zona do Euro que a questão passou a ser encarada de maneira verdadeiramente prática e não apenas teórica. Apesar de representar uma integração econômica, a união monetária ocorrida na Europa no final do século XX teve como principal motivação a unificação política do continente, uma vez que os países se comprometeram a buscar uma paz prolongada para dar um fim definitivo às seguidas guerras que vivenciaram no decorrer de séculos.

Os questionamentos se a criação do Euro resultará em sucesso ou fracasso ainda continuam em aberto, visto que se passaram pouco mais de dez anos desde sua instituição e ainda menos de uma década desde que suas notas entraram em circulação. O tamanho da Zona do Euro está ainda em constante mudança com a entrada de diversos membros nos últimos anos, existindo ainda a perspectiva de novas entradas nos próximos anos.

De acordo com os críticos da união monetária europeia, a discrepância econômica, ou seja, a diferença no grau de desenvolvimento, entre os países-membros da Zona do Euro pode resultar em seu fracasso, uma vez que a política única praticada pelo Banco Central Europeu (BCE) pode desencadear problemas econômicos relevantes em alguns dos países-membros, comprometendo o sistema. Num momento posterior, seria possível, inclusive, que houvesse



um novo reordenamento dos domínios monetários, de modo que os países procurassem buscar novamente sua autonomia monetária e a reafirmar sua soberania nacional através de uma moeda própria.

Nesse sentido, é pertinente apresentar o outro lado da moeda, ou, em outras palavras, o lado otimista que acredita que o caminho tomado pode ter sido o correto. A teoria sobre os efeitos endógenos decorrentes de uma união monetária parece estar sendo comprovada no Velho Continente. De acordo com essa teoria, a Europa poderá passar a ser uma área monetária ótima, conforme definido por Mundell (1961), mesmo que ela não satisfizesse as condições propostas inicialmente quando da união. Caso se confirme, o novo cenário econômico seria, ao menos em teoria, favorável à união monetária.

Assim, a convergência econômica, ainda que tímida e limitada, pela qual passam os países europeus pode sinalizar que, futuramente, as discrepâncias apontadas pelos críticos possam deixar de existir, tornando a união monetária benéfica para todos os seus participantes e para os demais países do mundo. Nesse sentido, essa visão otimista, e que parece se confirmar ano a ano, apresenta uma esperança para a união monetária europeia e, conseqüentemente, acaba por manter vivo o sonho de uma Europa unida e em paz, tal qual almejavam os precursores da integração política no continente.

No primeiro capítulo deste trabalho, o debate acerca das políticas cambiais será contextualizado e, em seguida, será apresentada a Teoria de Áreas Monetárias Ótimas<sup>1</sup>, elaborada por Robert Mundell (1961). De modo a exemplificar os argumentos do autor, será usado o modelo proposto no artigo original, *A Theory of Optimum Currency Areas*. Num segundo momento, serão sintetizadas as contribuições de Ronald McKinnon que, em 1963, deu ênfase a questões que não foram abordadas por Mundell.

O segundo capítulo tratará da criação do Euro em uma perspectiva histórica, dando especial enfoque às motivações da união monetária e à contextualização do debate. Os aspectos econômicos serão abordados no contexto dos tratados assinados ao longo do processo de quase 60 anos que antecedeu a união monetária como a conhecemos hoje. Os critérios econômicos estabelecidos pelo Tratado de Maastricht, que os pretendentes à entrada na Zona do Euro têm que cumprir, também serão analisados, pois possuem ligação direta com o assunto do terceiro e último capítulo do trabalho. Como fonte bibliográfica, será abordada,

---

<sup>1</sup> Do inglês: *A Theory of Optimum Currency Areas*.

sobretudo, a perspectiva de Tommaso Padoa-Schioppa (2004), embora Philippopoulos (2009), Marsh (2009) e os dados disponibilizados pelo Banco Central Europeu também tenham colaborado para a elaboração desta parte do trabalho.

O terceiro capítulo traz, inicialmente, uma revisão do debate sobre os efeitos endógenos decorrentes de uma união monetária. Serão analisados criticamente os trabalhos de De Grauwe e Mongelli (2005) e de Frankel e Rose (1997). Em seguida, é feita uma análise empírica de alguns indicadores econômicos, de modo a comprovar que eles possuem uma tendência convergente entre os diferentes países que compõe a Zona do Euro desde o início dos anos 1990. Quando apropriado, serão feitas comparações com outros países do mundo para verificar se a tendência é mundial ou focada na área monetária analisada.

# CAPÍTULO I - A TEORIA DE ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS

## *I.1 - Contextualização*

O debate sobre as vantagens de se adotar uma moeda única, transnacional, teve início em 1961, quando de um artigo publicado por Robert Mundell. Nesse artigo, Mundell elabora o que chamou de Teoria da Área Monetária Ótima, onde ele desenvolve o argumento que a moeda não deveria ser definida pelas fronteiras nacionais como uma forma de expressão da soberania nacional, mas por regiões de características econômicas semelhantes. Dentro dessas regiões, por sua vez, deve haver livre mobilidade dos fatores de produção, enquanto que entre elas deve haver imobilidade dos fatores de produção. A contribuição do autor foi, portanto, na direção de como se escolher o domínio ótimo de uma área monetária e como as diferentes áreas deveriam ser interligadas, seja através de taxas de câmbio fixas ou flexíveis.

A questão das taxas de câmbio proposta no artigo pode ser vista como consequência dos questionamentos acerca do sistema de Bretton Woods, vigente quando da elaboração da teoria de Mundell. Esse sistema, que fazia uso de taxas de câmbio fixas e que garantia conversibilidade de dólar em ouro, foi duramente criticado durante os anos 1960, o que resultou, em especial, em dois argumentos a favor de taxas de câmbio flexíveis:

- i. A melhor maneira de se corrigir desequilíbrios no balanço de pagamentos é através de flutuações na taxa de câmbio e;
- ii. O sistema de taxas de câmbio flexíveis dá mais liberdade para que os países persigam seus objetivos macroeconômicos específicos, cada um podendo definir suas prioridades.

Mundell, em seu artigo de 1961, analisa o sistema de taxas de câmbio flexíveis de forma cautelosa, embora ele aceite a idéia que desequilíbrios periódicos nos balanços de pagamentos continuarão ocorrendo enquanto taxas de câmbio fixas e rigidez de preços e salários impedirem o sistema internacional de preços de cumprir seu papel natural de ajuste do sistema.

O sistema com taxas de câmbios flexíveis é, segundo seus proponentes, um instrumento onde uma depreciação toma lugar do desemprego numa economia onde o balanço externo esteja em déficit, ou seja, onde haja decréscimo nas reservas externas do país, o que, por sua vez, representa que as importações possuem valor superior às exportações. O ajuste via depreciação da taxa de câmbio faz com que fique mais caro importar e mais vantajoso exportar. Ambos os efeitos estimulam a economia a gerar empregos, seja por um processo de substituição de importações ou por aumento da produção para exportação, o que faz com que a economia tenda novamente ao equilíbrio.

Analogamente, uma apreciação cambial pode substituir a inflação em caso de superávit no balanço externo (Mundell, 1961). O superávit no balanço de pagamentos significa que entraram mais reservas no país, decorrente de um valor absoluto de exportações maior do que de importações. A inflação, nesse caso, se dá pela falta de concorrência dos produtos externos, que normalmente puxam os preços locais para baixo, além de que o incentivo às exportações pode fazer com que o mercado interno seja deixado de lado em favor do mercado externo. Assim, a apreciação cambial faria com que as importações se tornassem mais baratas, além de desestimular as exportações devido ao menor ganho quando da conversão do câmbio. A economia tenderia, portanto, ao equilíbrio. A questão que se coloca, portanto, passa a ser se os países de um mercado comum deveriam permitir que as moedas nacionais flutuassem livremente ou se uma moeda única seria preferível.

A pergunta de como definir o domínio apropriado de uma área monetária já não era meramente acadêmica à época do artigo de Mundell e passou a ser ainda mais relevante depois da criação da Zona do Euro, área econômica que tem como principal característica o Euro como moeda única de 16 países-membros no ano de 2010, com intenção ainda de ampliação desse número para 25 países-membros até 2015, segundo dados do Banco Central Europeu. Nos anos 1960 ainda era arriscado afirmar que seria possível que países abrissem mão de sua soberania nacional de emissão monetária em favor de uma moeda única e conseqüente perda da política monetária, mas o que se viu desde então foi um acaloramento no debate acerca da criação do Euro, instituído em 1º de janeiro de 1999, mas que entrou em circulação apenas três anos depois, em 1º de janeiro de 2002.

Através da publicação de seu artigo, Mundell pretendia fornecer um embasamento teórico aos países que consideravam uma união monetária com outros países. Assim, a teoria de áreas monetárias ótimas tinha como objetivo ajudar a definir o tamanho e limite ideais de cada região que possuiria sua própria moeda. A teoria poderia explicar ainda eventuais

problemas econômicos existentes em países que, assim como o Canadá, adotavam um sistema de taxas de câmbio flexíveis à época. Mesmo que não fossem muito numerosos os exemplos, dado que grande parte do mundo se encontrava sob o regime de Bretton Woods (1944-1973) e do padrão ouro-dólar (Frieden, 2006), o fato desses países não representarem, necessariamente, uma área monetária ótima poderia justificar eventuais flutuações que não teriam sido explicadas apenas com a teoria sobre sistemas de taxas de câmbio flutuantes.

## ***1.2 - Áreas monetárias e moedas comuns***

Inicialmente, vale destacar que uma moeda única tem como implicação a criação de um banco central único, com poder de emissão de moeda e, assim, uma oferta potencialmente grande de meios de pagamentos. Em uma área monetária onde exista mais de uma moeda, a oferta de meios de pagamento internacionais é condicionada à cooperação de inúmeros bancos centrais, dado que nenhum banco central individualmente pode expandir seu passivo muito mais rápido que os demais sem comprometer as reservas do país (Mundell, 1961). Vale ressaltar que sob o regime do padrão ouro-dólar, vigente quando da publicação do artigo de Mundell, a expansão do passivo de um banco central também prejudicaria a conversão de dólar em ouro, garantida pelo tratado de Bretton Woods. Isso significa que existe uma diferença quanto ao ajuste dentro de uma área monetária que tenha uma moeda única e uma área monetária que possua mais de uma moeda. Em outras palavras, haverá uma diferença entre um ajuste inter-regional e um ajuste internacional, mesmo que esse último caso apresente taxas de câmbio fixas (Mundell, 1961).

Visando analisar os custos e benefícios de uma moeda única, é razoável direcionar a análise a um sistema de taxas de câmbio fixas, uma vez que uma união monetária é a forma mais extrema desse sistema (Weerapana, 2004). De modo a elucidar a diferença entre um ajuste inter-regional e um ajuste internacional, Mundell elaborou um sistema simples com duas entidades, países ou regiões, inicialmente operando no pleno emprego da capacidade produtiva e com balanço de pagamentos em equilíbrio. Em seguida, pretende-se observar o que acontece se esse equilíbrio é perturbado por um deslocamento na demanda dos bens da entidade *B* para os bens da entidade *A*. Assume-se ainda que os preços e salários não possam ser reduzidos no curto prazo sem resultar em desemprego e que as autoridades agem para conter a inflação.

Inicialmente, suponha que as entidades sejam países, cada qual com suas próprias moedas nacionais. O deslocamento da demanda de *B* para *A* provocará desemprego no país *B*, dado que uma queda na demanda resultará em uma queda nas expectativas de venda dos empresários e, por consequência, redução na produção para os próximos períodos<sup>2</sup>, e inflação em *A*, uma vez que o país opera em pleno emprego e o ajuste se dará com aumento nos preços, dada a incapacidade de aumento da produção no curto prazo. Considerando ainda que os preços possam aumentar no país *A*, a mudança nos termos de troca aliviará o país *B* de alguns dos encargos decorrentes do ajuste, uma vez que o aumento nos preços em *A* fará com que pelo menos uma parte da demanda volte para os bens produzidos pelo país *B*.

Se, no entanto, houver uma contração no crédito no país *A*, de modo a conter a inflação, todo o peso do ajuste recairá sobre o país *B*, que deverá sofrer uma redução da renda real e, caso isso não possa ser feito através de uma alteração nos termos de troca, uma vez que *B* não pode reduzir os preços e *A* não irá aumentá-los, ocorrerá um declínio na produção e no emprego em *B*. A política de países com superávit no balanço de pagamentos para evitar um aumento de preços resultará, portanto, numa tendência recessiva na economia mundial, conectada por taxas de câmbio fixas ou, mais especificamente, na área monetária que apresentar várias moedas nacionais.

Supondo agora uma situação na qual as entidades são regiões dentro de uma economia fechada e operando com uma moeda única e supondo ainda que o objetivo principal dos governos nacionais seja atingir o nível de pleno emprego na economia, um deslocamento na demanda da região *B* para a região *A* causará desemprego na região *B* e pressão inflacionária na região *A*, além de superávit no balanço de pagamentos em *A*, pelos mesmos motivos do exemplo anterior. No entanto, de modo a evitar o desemprego na região *B*, as autoridades monetárias aumentarão a oferta de moeda. Tal expansão monetária, por sua vez, agravará a pressão inflacionária na região *A*. O mecanismo se dá através da queda dos juros reais em *B* e posterior aumento dos investimentos e geração de emprego. Isso só é possível na região *B*, pois esta deixou de operar em pleno emprego, devido à redução da demanda, que se seguiu de redução da produção. Dado que *A* continua operando em pleno emprego, o aumento na oferta monetária será traduzido em uma maior pressão inflacionária no curto prazo<sup>3</sup>. Na verdade, a

---

<sup>2</sup> Supõe-se aqui a hipótese da validade do Princípio da Demanda Efetiva, elaborado por John Maynard Keynes em seu livro *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936).

<sup>3</sup> Essa causalidade também está de acordo com a teoria econômica keynesiana, que aceita a validade da Teoria Quantitativa da Moeda ( $MV=PQ$ ) quando a economia opera em pleno emprego da capacidade produtiva.

melhor maneira de tornar uma política monetária efetiva na perseguição do pleno emprego na região deficitária é aumentando os preços na região superavitária, forçando os termos de troca contra a região *B*, deficitária. A perseguição do pleno emprego, assim, gera um viés inflacionário nas regiões econômicas ou, mais especificamente, na área monetária que possuir uma moeda única.

Assim, em uma área monetária que compreende países diferentes com moedas nacionais, o nível de emprego no país deficitário é determinado pela complacência do país superavitário de sofrer com a inflação. Já em uma área monetária que compreende várias regiões, todas operando com uma moeda única, o nível de inflação é determinado pela complacência das autoridades centrais de permitir desemprego na região deficitária.

Os dois sistemas poderiam ser aproximados através de uma mudança institucional: o desemprego poderia ser evitado na economia mundial se os bancos centrais concordassem que o peso do ajuste internacional deveria recair sobre os países superavitários, os quais sofreriam inflação até que o desemprego nos países deficitários fosse eliminado. Outra possibilidade seria um banco central mundial que possuísse poder para criar meios de pagamento internacionais. Uma área monetária de nenhum dos dois tipos, no entanto, poderia evitar tanto desemprego quanto inflação entre seus membros. A causa desse dilema não recai sobre o tipo da área monetária, mas sobre seu domínio. A área monetária "ótima" não é o mundo. O conceito de "ótimo" é, assim, definido em termos da habilidade de estabilizar o emprego em termos nacionais, bem como os níveis de preço da economia (Mundell, 1961).

### ***1.3 - Moedas nacionais e taxas de câmbio flexíveis***

Ainda de acordo com Mundell, a existência de mais de uma área monetária no mundo implica, por definição, taxas de câmbio variáveis. No exemplo do modelo de comércio internacional apresentado acima, se a demanda dos produtos do país *B* se deslocar para os produtos do país *A*, uma depreciação no país *B* e uma apreciação no país *A* corrigiriam tanto o desequilíbrio externo, como também aliviaria o desemprego no país *B* e a inflação no país *A*. Esse é o caso mais favorável para taxas de câmbio flexíveis, baseadas em moedas nacionais.

Outros exemplos, no entanto, possuem aspectos igualmente relevantes. Suponha que o mundo consista de dois países, Canadá e Estados Unidos, cada qual com sua própria moeda.

Aqui é assumido ainda que o continente seja dividido em duas regiões que não correspondem às fronteiras nacionais, mas digamos em Leste, no qual são produzidos bens como automóveis, e Oeste, que produz bens como produtos de madeira, tais como móveis. De modo a testar o argumento da flexibilidade das taxas de câmbio, será inferido também que o dólar americano flutua comparativamente ao dólar canadense, além de que um eventual aumento na produtividade da indústria automotiva resultará em um excesso de demanda pelos produtos de madeira e um excesso de oferta de carros.

O impacto imediato do deslocamento da demanda é o desemprego no Leste e a pressão inflacionária no Oeste, além de um fluxo de reservas bancárias do Leste para o Oeste, devido ao déficit causado no balanço de pagamentos entre as regiões. Visando aliviar o desemprego no Leste, os bancos centrais de ambos os países teriam de expandir a oferta monetária ou, de modo a evitar a inflação no Oeste, contrair a oferta monetária de ambos os países. Entretanto, o dólar canadense sofreria um ajuste para preservar o equilíbrio dos balanços de pagamento. Assim, o desemprego poderia ser prevenido em ambos os países, mas apenas sob o custo da inflação em ambos os países ou, analogamente, a inflação poderia ser contida em ambos os países, embora sob o fardo do desemprego. Por fim, uma terceira possibilidade seria dividir o peso dos ajustes entre Leste e Oeste com algum nível de desemprego no Leste e alguma inflação no Oeste. É impossível, no entanto, que tanto o desemprego quanto a inflação sejam evitados ao mesmo tempo e em ambos os países. O sistema de taxas de câmbio flexíveis não serve para corrigir o problema essencial de desequilíbrio no balanço de pagamento das duas regiões, Leste e Oeste, embora ele o faça entre os dois países.

#### ***1.4 - Área monetária regional e taxas de câmbio flexíveis***

O exemplo anterior não destrói o argumento a favor de taxas de câmbio flexíveis, embora enfraqueça a relevância do mesmo quando usado para situações onde existam países que possuam moedas nacionais. A lógica do argumento, no entanto, pode ser resgatada ao abandonarmos o exemplo de países com moedas nacionais em favor de moedas regionais, estas definidas de forma independente das fronteiras nacionais.

Visando verificar essa questão, suponhamos que o "mundo" fechado do exemplo anterior reorganize as moedas, de modo que os dólares hipotéticos do Leste e do Oeste substituam os existentes dólares americanos e canadenses. Se a taxa de câmbio entre Leste e



Oeste for indexada, haverá um dilema semelhante ao discutido no ponto 1.2 deste trabalho, onde a taxa de câmbio era fixa. Se, por outro lado, a taxa de câmbio entre o Leste e o Oeste for flexível, o excesso de demanda por produtos de madeira não causará nem inflação e nem desemprego em nenhuma das duas regiões. O dólar do Oeste iria apreciar relativamente ao do Leste, o que garantiria o equilíbrio no balanço de pagamentos, dado o desincentivo à importação dos produtos de madeira por parte do Leste, garantindo, assim, uma volta ao equilíbrio. Enquanto isso, os bancos centrais de ambas as regiões deveriam adotar políticas monetárias que garantissem uma demanda efetiva constante em termos das moedas regionais e, assim, estabilização de preços e emprego.

Mundell sugere ainda que o mesmo argumento possa ser usado em outra direção. O sistema de flexibilidade das taxas de câmbio foi proposto originalmente como uma alternativa ao mecanismo do padrão-ouro, o qual foi apontado como um dos fatores responsáveis pela depressão pós-1929. Mas, se os argumentos contra o padrão-ouro estiverem corretos, o argumento contra um sistema no qual há uma moeda única para várias regiões também seria válido. Sob o padrão-ouro, uma depressão em um país era transmitida, através de um multiplicador do comércio exterior, para outros países. Igualmente, sob uma moeda única, uma depressão em uma região seria transmitida para outras regiões pelas mesmas razões. Portanto, se o padrão-ouro impôs uma disciplina severa às economias nacionais e permitiu a transmissão de flutuações econômicas de um país para outro, então uma moeda única seria igualmente culpada por acarretar o mesmo problema.

Nesse sentido, Mundell defende taxas de câmbio flexíveis entre moedas *regionais* e não moedas nacionais. Ou, em outras palavras, Mundell define uma área monetária ótima como a região, que não poderia ser afetada por choques econômicos assimétricos nas partes que a compõe, ou seja, uma parte dentro da região não poderia estar em uma crise econômica enquanto outra estivesse em um período de crescimento acentuado. Em uma situação onde países queiram uma união monetária, por exemplo, o fato de abrirem mão de sua política monetária, resulta na perda de um importante instrumento contra choques externos. O fato desses países não sofrerem com choques assimétricos lhes garante que a política monetária comum a eles seja benéfica a todos (Weerapana, 2004).

## ***1.5 - Limite superior ao número de moedas e áreas monetárias***

A teoria do comércio internacional foi desenvolvida se baseando na suposição Ricardiana de que os fatores de produção possuem livre mobilidade internamente e são imóveis internacionalmente. Alguns autores, no entanto, argumentam que essa suposição é inválida e mostram como o relaxamento dela afetaria a teoria real do comércio. Segundo Mundell, o relaxamento dessa suposição também tem conseqüências importantes para a teoria monetária do comércio e especialmente para a teoria de taxas de câmbio flexíveis. Para ele, o argumento a favor do sistema de taxas de câmbio flexíveis, baseado em moedas nacionais, só é válido se pautado na suposição Ricardiana acerca da mobilidade dos fatores de produção. Nesse sentido, se essa mobilidade dos fatores de produção for alta internamente e baixa internacionalmente, o sistema de taxas de câmbio flexíveis baseado em moedas nacionais deverá funcionar efetivamente o suficiente. Se, entretanto, as regiões cortarem as fronteiras nacionais ou se os países apresentarem mais de uma região internamente, então o argumento a favor das taxas de câmbio flexíveis só será válido se as moedas forem reorganizadas em uma base regional.

A questão que se coloca é acerca da mobilidade dos fatores, de modo que seja possível delimitar as regiões. É mais útil considerar esse um dilema relativo que absoluto, uma vez que ele apresenta tanto dimensões geográficas quanto industriais. Além disso, a delimitação é suscetível a mudanças através do tempo, devido a alterações nas condições políticas e econômicas. Se os objetivos de estabilidade interna tiverem que ser avidamente perseguidos, tem-se que o número ótimo de áreas monetárias no mundo será aquele que permitir que esses objetivos sejam alcançados da melhor forma possível, sempre considerando que o argumento a favor das taxas de câmbio flexíveis é válido por si. Isso implica, porém, que se houver qualquer nível de desemprego decorrente de imobilidade de mão-de-obra entre regiões, cada uma dessas regiões deverá contar com sua própria moeda.

No mundo real, as moedas são majoritariamente uma expressão da soberania nacional, de modo que uma reorganização monetária só é possível se acompanhada de profundas mudanças políticas, sobretudo ao pensarmos na questão como foi colocada por Mundell na década de 1960. O conceito de uma área monetária ótima só possui, portanto, uma aplicação prática em áreas onde houver uma organização política em curso, tais quais em ex-colônias ou no Leste Europeu dos anos 1950 e 1960.

Até esse ponto, no entanto, foi usado apenas o argumento em favor de áreas monetárias pequenas, de modo que se alcance a estabilidade de preços e emprego da melhor forma possível. Não foram apresentados, portanto, os custos associados à existência de diversas áreas monetárias, nem tampouco as razões pelas quais seria preferível aumentar o tamanho de cada região.

A moeda exerce, enquanto unidade de conta, sua função de maneira menos adequada quando se necessita comparação internacional com diversas outras moedas. Na mesma direção, a moeda enquanto meio de troca também não exerce sua função de forma adequada, uma vez que os custos associados à conversão de moedas crescem vertiginosamente quando se lida com muitas moedas. Assim, a redução na quantidade de moedas existentes reduz os custos de transação e gera uma transparência de preços, de forma a facilitar a comparação internacional de preços. Além disso, é possível prever melhor os custos associados ao comércio internacional, dado que não existe incerteza cambial (Philippopoulos, 2009).

Em teoria, poderia ser apresentado ainda o argumento de que quanto maior o número de moedas, menores as regiões. Seria, portanto, possível que existisse um agente econômico forte o suficiente, tal como um banco central, que fosse capaz de especular com a moeda, dando força a esse argumento contrário ao sistema de taxas de câmbio flexíveis, baseado na instabilidade que tal ataque poderia causar na economia.

### ***1.6 - A contribuição de Ronald McKinnon***

Bem como Mundell, Ronald McKinnon também interpreta a teoria de áreas monetárias ótimas como o debate acerca da adoção de um sistema de taxas de câmbio fixas ou flexíveis. A idéia de que a mobilidade dos fatores de produção é determinante para delimitar uma área monetária ótima também é aceita pelo autor, embora ele acrescente um critério acerca do grau de abertura da economia. McKinnon (1963) define grau de abertura como uma relação entre os bens transacionáveis e não transacionáveis da economia. Por bens transacionáveis, ele se refere a bens exportáveis, que são os bens produzidos internamente e que são, em parte, exportados, e a bens importáveis, que podem ser tanto produzidos internamente quanto importados. Os bens não transacionáveis, por sua vez, são aqueles que não podem ser transportados, seja por questões físicas ou devido ao alto custo de transporte associado a eles.

Assim, ele define uma área monetária "ótima" como uma área monetária onde exista uma moeda única e dentro da qual as políticas fiscais e monetárias, bem como taxas de câmbio flexíveis, podem ser usadas para se chegar ao melhor resultado dos objetivos, por vezes conflitantes, de alcançar o pleno emprego, a estabilidade de preços e o equilíbrio no balanço de pagamentos. O autor, no entanto, dá particular atenção à estabilidade de preços, uma vez que ele assume que qualquer economia capitalista requer uma moeda estável e com liquidez suficiente para garantir uma alocação eficiente dos recursos (McKinnon, 1963).

Ao contrário do que acreditava Mundell sobre a efetividade de taxas de câmbio flexíveis, McKinnon argumenta que, para uma economia aberta, tal sistema não é um instrumento apropriado para se fazer política macroeconômica. Mais do que não ser efetivo para corrigir desequilíbrios externos, poderia, inclusive, pôr em risco a estabilidade de preços da economia, uma vez que o preço dos bens não transacionáveis é suposto constante em termos de moedas nacionais, enquanto o preço dos bens exportáveis e importáveis varia em igual proporção à variação cambial. Assim, uma depreciação na moeda aumentaria o preço dos bens transacionáveis na mesma proporção da desvalorização cambial. Isso iria, dada uma alta relação entre os bens transacionáveis e os não transacionáveis, levar a um aumento substancial no nível geral de preços. O objetivo de tal política seria aumentar a produção dos bens transacionáveis, acompanhado de uma redução no consumo interno dos mesmos, de modo que as exportações aumentassem, corrigindo o desequilíbrio no balanço de pagamentos. Em se querendo evitar a inflação interna, essa política cambial deveria vir acompanhada de políticas monetárias e fiscais restritivas (McKinnon, 1963).

É importante aqui ressaltar que, no caso de uma economia que apresente uma baixa relação entre de bens transacionáveis e os bens não transacionáveis, o aumento no nível geral de preços não se dará com tanta intensidade quanto no caso anterior. Outra ressalva presente no artigo de McKinnon é o fato da região analisada não poder ser grande o suficiente para afetar os preços internacionais, o que muitas vezes não é verdade no mundo real.

No caso extremo de uma economia completamente aberta, isto é, onde todos os produtos transacionáveis têm seu preço determinado no mercado externo, taxas de câmbio flexíveis seriam ainda menos efetivas como instrumento para melhorar a balança comercial. Alterações na taxa de câmbio teriam conseqüências no nível geral de preços, resultando em pouca ou nenhuma melhora na balança comercial. A única maneira de melhorá-la seria via redução dos gastos internos (McKinnon, 1963). É importante notar que a balança comercial

possuía uma importância relativa maior sobre o balanço de pagamentos do que atualmente, dado o constante crescimento do peso de outros itens, tais como a conta capital e financeira.

Por fim, McKinnon faz uma ressalva acerca da mobilidade de fatores a qual Mundell se referia. Segundo o primeiro, Mundell levou apenas mobilidade de fatores em termos geográficos em consideração, mas marginalizou, até certo ponto, a importância da mobilidade interindustrial de fatores. McKinnon parte ainda do pressuposto que existe estabilidade de preços no resto do mundo, de modo que se torna importante identificar a fonte dos distúrbios que afetaram a economia interna. Caso a economia mundial fosse instável, um regime de taxas de câmbio flexíveis seria efetivo em sua função de compensar tais desequilíbrios externos, inclusive em pequenas economias abertas. Assim, ele defende que cada região seja analisada caso a caso para, dependendo de seu grau de abertura e das condições externas, saber qual sistema de taxas de câmbio seria mais apropriado.

### ***1.7 - Conclusões do capítulo***

O debate acerca de taxas de câmbio flexíveis pode ser logicamente separado em duas questões distintas. A primeira é se o sistema de taxas de câmbio flexíveis pode funcionar efetivamente e eficientemente na economia mundial moderna, dadas as limitações apontadas por seus críticos, como a possibilidade de suportar ataques especulativos e a disputa interna entre as indústrias de importação e exportação pela melhor taxa de câmbio, dados interesses opostos com relação à direção que o câmbio deve seguir. A segunda questão que se coloca é como o mundo deveria se dividir em áreas monetárias. Conforme discutido, o argumento de estabilização por taxas de câmbio flexíveis, segundo Mundell, só é válido se for baseado em áreas monetárias regionais. Se o mundo puder ser dividido em regiões, dentro das quais há mobilidade de fatores e entre as quais há imobilidade de fatores, então cada uma dessas regiões deve possuir uma moeda própria, que deve flutuar relativamente a todas às demais moedas. Apenas assim a lógica do argumento a favor de taxas de câmbio flexíveis faria sentido para Mundell.

Uma região, no entanto, é uma unidade econômica, ao passo que o domínio de uma moeda corresponde a uma expressão da soberania nacional. Com exceção de áreas onde a soberania nacional é deixada de lado, não é elementar sugerir que moedas nacionais sejam abandonadas e que o sistema monetário seja reorganizado. A validade do argumento de taxas

de câmbio flexíveis depende, portanto, da casualidade de existir uma proximidade entre nações e as teóricas regiões. No caso de a mobilidade de mão-de-obra e capital ser insuficiente dentro de um país, então não se deve esperar que a flexibilidade dos preços internacionais exerça a função estabilizadora que lhe é atribuída, além de ser esperado que as regiões passem a apresentar inflação ou desemprego em diferentes níveis. Analogamente, se houver mobilidade de fatores através das fronteiras nacionais, então o sistema de taxas de câmbio flexíveis se torna desnecessário, podendo, inclusive, ser prejudicial para as regiões. Nesse último caso, as regiões deveriam ser expandidas de modo a englobar toda a área geográfica dentro da qual há mobilidade dos fatores e entre as quais não há tal mobilidade.

É importante considerar ainda o argumento relacionado aos custos associados à existência de diversas áreas monetárias, dentre os quais se destaca a inadequação parcial quanto às funções da moeda. Pode-se concluir, portanto, que Mundell define a demarcação de áreas monetárias ótimas como um *trade-off* entre a conveniência da moeda e a estabilização econômica que o sistema de taxas de câmbio flexíveis pode oferecer, se utilizado entre regiões e não entre países.

McKinnon, por sua vez, aceita o critério de Mundell acerca da mobilidade dos fatores de produção para delimitar uma área monetária ótima, embora acrescente tanto a importância da mobilidade interindustrial de fatores, como um critério de grau de abertura da economia. Segundo o autor, o sistema de taxas de câmbio flexíveis em uma economia aberta não é efetivo no ajuste dos desequilíbrios no balanço de pagamentos, dado um mercado externo estável e uma alta relação entre produtos transacionáveis e não transacionáveis no mercado doméstico, visto que os preços dos transacionáveis na economia interna variariam em igual proporção à variação cambial, o que não garantiria a estabilidade de preços que McKinnon julga imprescindível para toda economia capitalista, de modo a garantir uma alocação eficiente dos recursos. McKinnon não defende, portanto, um dos sistemas de taxas de câmbio em particular. Para ele, é preciso analisar caso a caso as regiões para saber quão abertas e vulneráveis, comparativamente ao resto do mundo, elas são.

## CAPÍTULO II - A UNIÃO MONETÁRIA NA EUROPA

### II.1 - Contextualização

Esse capítulo tem por objetivo analisar a criação do Euro a partir de uma perspectiva histórica, analisando os progressos feitos desde a década de 1940 até a criação do Euro, bem como as motivações dos mesmos. A motivação política da integração europeia pautará essa primeira parte, usando como base a visão de Padoa-Schioppa (2004) acerca do assunto. As instituições e preocupações que marcaram a trajetória dessa integração também merecem especial atenção, finalizando essa seção na criação do Euro propriamente dita. A importância da união monetária na história da Europa foi apontada por Marsh (2009) na primeira frase de seu livro:

*“O Euro, segundo seus defensores – e eles são milhões, dentro e fora da Europa –, é uma das histórias mais brilhantes e de maior sucesso do Velho Continente.”*<sup>4</sup> (Marsh, 2009, pp. 1)

Em seguida será dada especial ênfase nos critérios econômicos definidos no Tratado de Maastricht, de 1992, que determinam se um país está ou não apto a integrar a Zona do Euro. Esses critérios estabelecem uma meta de convergência econômica em aspectos como aumento no nível geral de preços, déficit público, taxa de juros de longo prazo e estabilidade cambial, que os países devem alcançar de modo a terem seu ingresso na Zona do Euro aprovado.

Por fim, serão apresentadas as principais críticas à união monetária europeia, dentre as quais se destacam a perda da autonomia monetária como instrumento no combate à inflação e a conseqüente política monetária única praticada pelo Banco Central Europeu, mas que, nem sempre, é considerada a mais adequada para todos os países, dado que muitos deles se encontram em graus de desenvolvimento diferentes. As críticas feitas à atuação do BCE com relação à crise grega de 2010 também serão apresentadas, dando enfoque na que condena a política de “salvar” financeiramente o país, uma vez que tal prática permite o questionamento

---

<sup>4</sup> *“The Euro, according to its supporters - and they abound in their millions, within and beyond Europe - is one of the Old Continent's brightest and grandest success stories.”* (Marsh, 2009, pp. 1)

com relação à real independência do BCE frente a aspectos políticos, além de abrir um precedente perigoso, que pode vir a colocar todo o sistema em risco.

## **II.2 - A criação do Euro em uma perspectiva histórica**

Após vivenciar inúmeras guerras no século XIX e na primeira metade do século XX, alguns países europeus se comprometeram a criar uma nova ordem política, pautada na paz, liberdade e prosperidade. Assim, o Euro foi criado como resultado de um desenvolvimento de longo prazo, que teve início no final da Segunda Guerra Mundial. O Tratado de Maastricht, assinado em 1992, representa, portanto, uma interação complexa entre os campos da política e da economia. Nas palavras de Padoa-Schioppa sobre a União Européia:

*“Devo observar novamente que, embora o processo de integração tenha se dado, sobretudo, no campo econômico, sua motivação e orientação foram genuinamente políticas.”*<sup>5</sup> (Padoa-Schioppa, 2004, pp. 4)

Na década de 1940, deu-se início a um debate de como seria possível terminar com séculos de guerras na Europa, interrompidas somente por alguns efêmeros períodos de tréguas. A conclusão a que se chegou foi que a paz duradoura só seria alcançada se fosse criada uma ordem política superior ao então ilimitado poder dos estados-nações, que deveriam, portanto, abrir mão de sua soberania nacional em alguns tópicos, dentre os quais veio a se destacar a moeda.

Nesse contexto, a primeira decisão tomada foi de reunir e gerenciar conjuntamente o controle do carvão e do aço, visto que esses eram recursos estratégicos e motivaram três guerras entre esses países, de 1870 a 1945. Assim, em 1951, Alemanha, França, Itália, Bélgica, Holanda e Luxemburgo criaram a Comunidade Européia do Carvão e do Aço (CECA), que era uma instituição comum de gerência da produção de ambas as matérias. Pela primeira vez na história, países europeus abriram mão voluntariamente de sua soberania nacional sobre um campo estratégico e de interesse nacional. Embora ainda fosse um passo modesto, o modelo para outras instituições como esta estava criado, dando início a uma onda de novas formas de cooperação com vistas à paz, liberdade e prosperidade que buscavam.

---

<sup>5</sup> *“I should note again that, although the integration process concerned primarily the economic field, its motivation and guidance were genuinely political.”* (Padoa-Schioppa, 2004, pp. 4)



Em 1952, os mesmos seis países que criaram a CECA tentaram criar o que chamaram de Comunidade Européia de Defesa (CED), que consistiria em um exército europeu, a ser controlado por um comando militar e político único. No entanto, em agosto de 1954, o Parlamento francês se recusou a ratificar o acordo, devido a protestos decorrentes dos fortes sentimentos nacionalistas ainda existentes no país, fazendo com que a CED nunca entrasse em vigor. Como consequência, a tentativa de unir politicamente a Europa se voltou para o campo econômico.

Foi nesse contexto que, em 1957, foi assinado o Tratado de Roma, fundando a Comunidade Econômica Européia (CEE), que teria como principal objetivo criar um mercado comum onde bens, serviços, capital e pessoas pudessem circular livremente sob regras e instituições comuns. Esse tratado representou a base do processo de integração nas quatro décadas que se seguiram depois de entrar em vigor, em janeiro de 1958 (Padoa-Schioppa, 2004).

Nos anos que se seguiram, diversos avanços foram alcançados. As instituições da Comunidade Econômica Européia, tais como a Comissão, o Conselho de Ministros, o Parlamento e a Corte de Justiça, foram criadas, assim como o método de como seria implementado o mercado comum. Esse método estabeleceu que seria adotado, em cada setor econômico, uma legislação européia própria, que prevaleceria sobre a legislação nacional de cada um dos países-membros. Esse modelo é semelhante ao dos Estados Unidos, onde a legislação federal prevalece sobre a legislação estadual, embora o estado possua muito mais autonomia do que em outras federações, tais como o Brasil. Assim, os obstáculos à liberação comercial foram removidos e as principais normas econômicas de cada país foram padronizadas, principalmente para os bens manufaturados.

A união aduaneira<sup>6</sup> foi o primeiro passo na direção de um mercado comum de bens e estabeleceu que não haveria tarifas e cotas no comércio internacional entre os membros da CEE, assim como que haveria uma política comercial única com o resto do mundo. Esse processo foi finalizado em julho de 1968, dezoito meses antes do prazo inicialmente previsto. No que tange aos produtos agrícolas, foi criada a Política Agrícola Comum (PAC), que estabeleceu os preços administrados aos quais os produtores deveriam vender seus produtos no mercado ou, no caso de uma demanda insuficiente, para a própria CEE.

---

<sup>6</sup> Do inglês: *customs union*

Os anos 1970 foram marcados por uma profunda crise econômica em todo o mundo, que enfrentou estagnação econômica, altas taxas de inflação e instabilidade nas taxas de câmbio. Por essas razões, poucos avanços foram realizados na direção de um mercado comum europeu durante a década, embora alguns progressos tenham sido feitos no que tange à unificação européia. Em 1972, por exemplo, os campos de atuação da Comunidade Européia expandiram através de políticas de meio ambiente, sociais, industriais e de energia. Já em 1973, o Reino Unido, a Dinamarca e a Irlanda tornaram-se membros, enquanto em 1975 foram criados uma política regional e um fundo comum de desenvolvimento regional, que visava ajudar as regiões mais atrasadas economicamente dentro da CEE. No ano de 1979, por sua vez, foram obtidos diversos avanços, sinalizando uma melhora na conjuntura internacional. Como destaque, vale citar que os parlamentares que compunham o Parlamento Europeu passaram a ser escolhidos pela população e não mais pelos líderes de governo, além da criação do Sistema Monetário Europeu (SME), que estabelecia um sistema de taxas de câmbio fixas, embora ajustáveis.

Do início dos anos 1970 até meados da década seguinte, houve pessimismo com relação à possibilidade de uma união monetária, embora os anos 1980 tenham apresentado uma forte aceleração no processo de integração européia (Philippopoulos, 2009). O cenário macroeconômico bastante favorável, a prolongada estabilidade política na maioria dos países e a boa-vontade de diversos líderes de governo para com a União Européia foram fatores decisivos e que possibilitaram esses anos frutíferos no que diz respeito aos avanços na direção desejada. A década foi marcada também pela entrada de Grécia, Portugal e Espanha na Comunidade Européia. No tocante às principais medidas, destacam-se as centenas de leis supranacionais criadas, de modo a garantir a livre circulação não apenas de bens, mas também de capital, serviços e pessoas (Padoa-Schioppa, 2004). Assim, o mercado comum teve início em 1º de janeiro de 1993.

No início dos anos 1990, contudo, a principal vitória conquistada foi a assinatura do Tratado de Maastricht, em fevereiro de 1992. Esse tratado estabeleceu diversas medidas importantes, tais como a posterior transferência da soberania monetária de cada país individualmente para um banco central único, o Banco Central Europeu, e a criação da cidadania européia, que garante o direito aos europeus de se mudarem e viverem em outro país-membro sem a burocracia antes existente. Além disso, houve um fortalecimento na cooperação em áreas não econômicas, tais como segurança e defesa, e a introdução do chamado Capítulo Social, que engloba normas no que diz respeito à saúde, educação,

condições de trabalho, pagamento de salários, dentre outros (Philippopoulos, 2009). O Tratado de Maastricht marcou, assim, o mais decisivo esforço internacional de estabilização monetária na Europa, conforme Marsh (2009):

*“As motivações do Tratado de Maastricht foram variadas; a diversidade de objetivos, sedutora. Uma moeda europeia superaria o passado, o presente e o futuro, curando as feridas sociais, reforçando os laços políticos e revivendo fortunas econômicas. Maastricht levou a um novo plano todos os esforços internacionais de estabilização monetária postos em prática na Europa durante centenas de anos. A maioria deles havia terminado em fracasso, o que corrobora com a razão pela qual o salto a frente, decidido na Holanda, foi preparado com tanto cuidado.”*<sup>7</sup> (David Marsh, 2009, pp. 5)

Ao longo dos anos que se seguiram, a Europa entrou no estágio que ficou conhecido como União Monetária Européia (UME), que seguia a diretriz estabelecida pelo Tratado de Maastricht, visando à posterior união monetária. Além disso, outras medidas foram tomadas na mesma direção, como a criação do Instituto Monetário Europeu, que seria o precursor do atual Banco Central Europeu, e foi escolhido, em 1995, o nome da moeda única. No mais, decidiu-se que, embora o Euro viria a ser instituído em 1º de janeiro de 1999 com o fim das taxas de câmbio e a adoção de uma política monetária única entre os países que viriam a adotar a moeda única, as notas e moedas nacionais só seriam substituídas pelas do Euro em 1º de janeiro de 2002.

O Sistema Monetário Europeu vigente desde 1979 visava manter a estabilidade cambial dentro da Comunidade Européia. Para isso, foi criada uma cesta com as moedas nacionais, sendo que foi estabelecida ainda uma banda de flutuação cambial permitida. A partir de 1986, passou-se a utilizar as taxas de juros nacionais como instrumento para manter as taxas de câmbio dentro dessa banda. Devido a condições políticas e econômicas diferentes nos países-membros no início da década de 1990, no qual se destaca o processo de reunificação da Alemanha após a queda do Muro de Berlin, o SME foi colocado em xeque, resultando tanto na saída da Libra do Reino Unido e da Lira italiana do sistema quanto na

---

<sup>7</sup> *“The motivations of the Maastricht treaty were manifold; the diversity of objectives beguiling. A European money would bridge the past, the present and the future, healing social wounds, strengthening political bonds, and reviving economic fortunes. Maastricht brought to a new plane all the international monetary stabilisation efforts put into effect in Europe over hundreds of years. Most of them had ended in failure; all the more reason why the leap forward decided in the Netherlands was prepared with devotional care.”* (David Marsh, 2009, pp. 5)

desvalorização da Peseta espanhola e do Escudo português. Como consequência dessas e de outras instabilidades pelas quais o sistema passou, aumentou-se a banda de flutuação de 2,25% para 15%, de modo a facilitar para os países a missão de manter suas respectivas taxas de câmbio dentro da banda.

Em 1998, foram decididos os 11 países que iriam inicialmente adotar o Euro como moeda, visto que eram os únicos que tanto desejavam a mudança como satisfaziam os critérios econômicos estabelecidos pelo Tratado de Maastricht, conforme apresentado adiante. As taxas de conversão entre as moedas nacionais foram fixadas e o conselho executivo do BCE foi escolhido. O Euro substituiria, então, a cesta de moedas do SME, se tornando, portanto, a referência em torno da qual a flutuação máxima das taxas de câmbio dos novos pretendentes a integrar a Zona do Euro não poderia exceder os 15%. Em 1º de janeiro de 1999, estava criada, assim, a Zona do Euro, que representou a maior integração econômica ocorrida na Europa até os dias de hoje, uma vez que a moeda, juntamente com o exército, são as maiores expressões de soberania nacional (Padoa-Schioppa).

### ***II.3 - Os critérios de Maastricht***

Conforme visto, o Euro foi instituído em 1º de janeiro de 1999 e contava inicialmente com 11 países-membros. São eles a Alemanha, a Áustria, a Bélgica, a Espanha, a Finlândia, a França, a Holanda, a Irlanda, a Itália, Luxemburgo e Portugal. Com o passar dos anos, outros cinco países – Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Grécia e Malta - adotaram o Euro como sua moeda oficial e outros países ainda pleiteiam o direito a adotar a moeda única européia.

O Tratado de Maastricht estabeleceu alguns critérios econômicos para definir quais países podem adotar o Euro. Serão autorizados a integrar a Zona do Euro aqueles países que satisfizerem aos critérios determinados. O objetivo dessa medida cautelosa é evitar que países instáveis economicamente comprometam a estabilidade da Zona do Euro já existente, ou, em outras palavras, que os novos países possam afetar os outros membros, caso apresentem flutuações econômicas ou dívidas excessivas. Assim, os seguintes critérios foram especificados no Tratado de Maastricht:

- i. Os países que pretendem adotar o Euro devem apresentar uma elevada estabilidade de preços, sendo que no ano anterior à análise dos indicadores

deve possuir uma taxa média de inflação que não exceda em mais de 1,5% a verificada nos três melhores países pertencentes à Zona do Euro, em termos de estabilidade de preços;

- ii. Os países que pretendem adotar o Euro devem apresentar finanças públicas sustentáveis, ou, em outras palavras, o déficit público deve ser controlado. Quando da análise dos indicadores econômicos, o Conselho decidirá se o déficit é considerado excessivo ou não com base em dois critérios. São eles:
  - a) A razão do déficit do governo planejado ou verificado em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) a preços de mercado não pode ser superior a 3% e;
  - b) A razão da dívida pública em relação ao PIB a preços de mercado não pode ser superior a 60%.

Essa análise, contudo, está também sujeita ao cumprimento de outros requisitos, tais como os progressos realizados anteriormente na direção da redução dos desequilíbrios orçamentários e a análise conjuntural para se verificar se existem choques temporários ou permanentes que afetam esses desequilíbrios;

- iii. Deve-se observar também se a taxa de câmbio dos países que pretendem adotar o Euro flutuou dentro da banda permitida pelo SME por, pelo menos, dois anos;
- iv. O caráter duradouro da convergência aos critérios estabelecidos deve ser refletido nas taxas de juros de longo prazo, ou seja, no ano que antecede a análise dos indicadores, os países que pretendem adotar o Euro como sua moeda não podem ter registrado uma taxa de juros nominal média de longo prazo que exceda em mais de 2% a observada nos três melhores países pertencentes à Zona do Euro, em termos de estabilidade de preços;
- v. Por último, a avaliação leva também em conta outros fatores, tais como os resultados da integração dos mercados, o nível e a evolução do balanço de

transações correntes e a análise da evolução dos custos unitários do trabalho, bem como de outros índices de preços.

Caso o país que pleiteia a entrada na Zona do Euro satisfaça todos esses critérios econômicos, lhe será permitida a entrada. Vale destacar que a adoção do Euro é uma opção dos países-membros da União Européia e não uma obrigação. O Reino Unido, por exemplo, preferiu continuar com a Libra como moeda, embora se acredite que essa medida é apenas cautelosa e parte do tradicional pragmatismo inglês e que futuramente o Reino Unido adotará o Euro (Padoa-Schioppa, 2004). Essa visão é baseada no fato de que o Reino Unido costuma ser contra medidas liberais, embora as abrace quando seu sucesso for comprovado.

#### ***II.4 - Principais críticas à união monetária na Europa***

Ao longo do período no qual a união monetária foi negociada e o Euro foi tomando forma, diversas preocupações e considerações foram feitas temendo que as conseqüências da utilização de uma moeda única não fossem benéficas para os países-membros. Desde a instituição do Euro, outras críticas foram feitas com base na observação empírica, embora seja sempre pertinente ressaltar o pouco tempo decorrido e a conseqüente cautela necessária em qualquer conclusão a que se chegue.

É de se esperar que o primeiro questionamento a ser feito seja sobre a perda da autonomia monetária por parte dos participantes. De acordo com o pensamento econômico dominante, a política monetária é especialmente importante no combate à inflação, através de alterações nos níveis da taxa básica de juros da economia. Os proponentes da tese de independência dos bancos centrais, na qual o BCE se apóia, defendem que o banco central persiga única e exclusivamente a manutenção do nível de preços da economia, sem se importar com outros aspectos como nível de emprego e de crescimento econômico. Assim, um dos principais temores quando da idéia de uma união monetária na Europa foi com relação à perda desse importante instrumento no combate à inflação.

A autonomia de cada país-membro de fazer uso da política monetária foi transferida para um banco central único, o BCE, que, por sua vez, pratica uma política monetária única na Europa. A idéia de uma política monetária única para países em graus de desenvolvimento diferentes, no entanto, também é alvo de críticas. Uma vez que cada um dos países-membros

possui um nível de preços diferentes, embora seja de se esperar que a maior transparência e capacidade de comparação internacional de preços decorrente de uma união monetária diminuam essa disparidade, pode ser que uma política monetária única não seja adequada a todos os países. Em outras palavras, é possível que uma elevação na taxa básica de juros na Europa seja benéfica para alguns países e maléfica para outros.

O que se viu nos últimos anos, entretanto, foi que todos os países-membros necessitariam de uma política monetária semelhante, de modo que a atuação do BCE não vem sendo tão severamente criticada por conta de sua política monetária única propriamente dita. Os problemas econômicos pelos quais alguns dos países-membros passam dizem respeito às políticas fiscais, que são ainda independentes, dos mesmos. Daí decorre a crítica que condena as restrições impostas às políticas fiscais nacionais, o que as torna menos efetivas no alcance dos objetivos propostos pelos países. Essas restrições possuem as mesmas motivações do que foi estabelecido pelo Tratado de Maastricht com relação ao equilíbrio orçamentário por parte dos governos nacionais.

Com a crise atravessada pela Grécia em 2010, porém, passou-se a questionar também a ajuda proveniente do BCE. Ao oferecer ajuda e comprando títulos de governos nacionais, o BCE injetou dinheiro na economia, o que, segundo o pensamento econômico dominante, pode gerar inflação<sup>8</sup>. A credibilidade do BCE foi, assim, colocada em xeque, uma vez que, segundo a tese de independência de bancos centrais, este deveria perseguir única e exclusivamente a manutenção do nível geral de preços.

Além disso, a idéia por detrás da criação do fundo de ajuda à Grécia sugere que a dívida de um governo é garantida por todos os demais. Nesse sentido, o poder do BCE de pressionar os governos com déficits elevados a reduzi-los diminuiu, uma vez que se abriu um precedente perigoso ao “salvar” a Grécia. A certeza de que receberá auxílio caso sua dívida seja elevada pode fazer com que governos nacionais como de Portugal, Espanha e Irlanda passem a focar em outros aspectos, sem se preocupar demasiadamente com o orçamento fiscal. A Europa parece ir, assim, na direção da construção de um federalismo fiscal.

---

<sup>8</sup> Esse argumento é baseado na Teoria Quantitativa da Moeda ( $MV = PQ$ ), que afirma que um aumento na oferta monetária resultará em igual aumento no nível de preços.

## **II.5 - Conclusões do capítulo**

A união monetária ocorrida na Europa no fim do século XX teve como principal motivação a questão política que se seguiu à Segunda Guerra Mundial. Focados em buscar uma alternativa que garantisse uma paz prolongada ao continente, diversos líderes políticos na Europa buscaram alcançar uma integração entre os países que pudesse assegurar cooperação mútua e comprometimento em busca de paz, liberdade e prosperidade.

Nesse contexto, inúmeros progressos foram feitos na direção de uma união política no Velho Continente, como a criação de instituições como a CECA e a unificação de políticas comuns, como a PAC. Nos quase 60 anos que se passaram entre o início das tratativas e a instituição do Euro, em 1999, inúmeros tratados foram assinados, criando, por exemplo, a CEE e o SME. Todos esses avanços culminaram na união monetária, que representa até hoje a maior integração econômica já vista na Europa, embora sua motivação tenha sido política, conforme apontam autores como Padoa-Schioppa (2004) e Marsh (2009).

Como não poderia deixar de ser, entretanto, uma mudança tão significativa na ordem existente até então foi alvo de diversas críticas tanto antes de sua implementação quanto depois dela. As principais são aquelas que dizem respeito à perda da autonomia monetária dos países, que é considerado pelo pensamento econômico dominante como fundamental no combate à inflação e também à uma política monetária única para países em diferentes graus de desenvolvimento e que, portanto, nem sempre precisariam de uma mesma política, dadas necessidades diferentes entre eles. A perda de credibilidade do BCE após a ajuda financeira disponibilizada à Grécia também coloca em dúvida seu posto de “guardião da estabilidade do nível de preços”, além de abrir um precedente perigoso que pode fazer com que países decidam gastar mais, dada a certeza de que serão “salvos” caso necessitem.

Nesse sentido, torna-se importante mostrar a visão otimista com relação ao futuro da Zona do Euro. O próximo capítulo pretende, assim, analisar a teoria sobre os efeitos endógenos decorrentes de uma união monetária, usando elementos empíricos sempre que possível. Caso a validade dessa teoria seja comprovada, os países-membros da Zona do Euro passarão por um processo de convergência econômica, tornando-os mais homogêneos. Por um lado, a política monetária única deixaria de ser contestada e, por outro, o fato de a Europa caminhar na direção do federalismo fiscal também deixaria de ser visto com tanta cautela. Vale ressaltar que o curto espaço de tempo analisado torna as conclusões menos definitivas, nos dando apenas uma idéia com relação às perspectivas futuras da união monetária europeia.



## CAPÍTULO III - EFEITOS ENDÓGENOS EM ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS

### III.1 - Contextualização

Diversos trabalhos acerca de efeitos endógenos em uniões monetárias foram publicados recentemente. A hipótese levantada pelos proponentes da existência desses efeitos é que compartilhar uma moeda resulta, com o tempo, em uma convergência em alguns dos importantes indicadores econômicos entre os países que participam da mesma área monetária. A maioria desses estudos é, portanto, empírica, de modo que a análise da Zona do Euro se torna imprescindível para que se possa abordar esse tema. Assim, dada a convergência que se supõe ocorrer entre os países, acredita-se que a Zona do Euro possa atender aos critérios da teoria de Mundell acerca de áreas monetárias ótimas de forma *ex-post*, mesmo se estes critérios não fossem satisfeitos *ex-ante*, ou seja, quando de sua criação (De Grauwe e Mongelli, 2005).

Vale ressaltar que, conforme visto anteriormente, uma área monetária ótima possui dimensões que vão além do grau de abertura ao comércio. Os critérios envolvem também livre mobilidade dos fatores de produção, flexibilidade de preços e salários, diversificação da produção, integração financeira e fiscal, necessidade de assimilar choques de maneira simétrica entre os países da área monetária, etc. Esse capítulo, no entanto, tem como objetivo analisar de maneira mais aprofundada o debate acerca da convergência de indicadores econômicos entre os países, bem como sua consequência para o futuro da união monetária.

Esse debate teve início com Andrew Rose e Jeffrey Frankel, que estudaram os efeitos de inúmeras uniões monetárias ocorridas no passado, chegando à conclusão que a integração monetária leva a um aprofundamento no comércio entre os países que compõe uma área monetária. Existem, no entanto, diversos outros efeitos endógenos que não são decorrentes da intensificação no comércio. Os pontos a serem levantados no decorrer deste capítulo são três, a saber:

- i. Os efeitos endógenos na integração econômica e, mais especificamente, sua evidência nos preços e no comércio;

- ii. Os efeitos endógenos em choques simétricos e na produção e;
- iii. Os efeitos endógenos no mercado de trabalho, em especial nos salários.

A forma como os critérios, associados a uma área monetária ótima, vão sendo satisfeitos depois da integração monetária não é elementar. Em outras palavras, os efeitos endógenos em áreas monetárias ótimas, resultantes da integração monetária, representam, entre outras coisas e num sentido muito amplo, uma remoção das “fronteiras” entre os países, de forma a torná-los mais economicamente homogêneos. Nesse sentido, a integração monetária aumenta a cooperação em questões como direitos de propriedade, barreiras não-tarifárias ao comércio, políticas trabalhistas, regulações e políticas sociais. Ela também evita desvalorizações cambiais competitivas, facilita o investimento estrangeiro direto e pode resultar em uma maior integração política entre os países. Além disso, é de se esperar que haja uma intensificação do comércio recíproco, da integração econômica e financeira, bem como a promoção de uma sincronização do ciclo de negócios entre os países que partilham a mesma moeda (De Grauwe e Mongelli, 2005). Em outras palavras, os países passam a apresentar tendências econômicas semelhantes por sofrerem choques simétricos e por fazerem uso de políticas similares, ou, às vezes, única.

A introdução de uma moeda única contribui para reduzir os custos de transação, tanto direta quanto indiretamente. Isso ocorre devido à redução dos riscos cambiais e dos custos associados à proteção cambial e à conversão cambial. Além disso, custos de informação são reduzidos, fazendo com que haja maior transparência nos preços, desencorajando a discriminação dos mesmos. Assim, é de se esperar que o mercado seja menos segmentado e que a competição seja estimulada, o que afeta não só os preços de bens e serviços, mas também os salários da economia, conforme veremos mais à frente.

Conforme apontado por Mundell, uma moeda única é também mais eficiente para exercer suas funções de unidade de conta, visto que diminui a necessidade de comparação internacional com outras moedas, e de meio de troca, uma vez que os custos associados à conversão de moedas crescem vertiginosamente quando se lida com muitas moedas. Como resultado, uma moeda única promove a convergência de convenções sociais, através de potencial melhoria em questões de ordem jurídica, contratual e de contabilidade. O que se pretende no decorrer deste capítulo é analisar as conseqüências da integração econômica e financeira, decorrente da união monetária entre países, dando especial atenção à Zona do Euro.

A comprovação de que existe, de fato, uma convergência nos indicadores econômicos, conforme defendido pela teoria dos efeitos endógenos, nos mostrará uma perspectiva otimista com relação ao futuro da união monetária na Europa. Analogamente, a não comprovação dessa convergência nos mostrará uma perspectiva mais pessimista, em concordância com as críticas apresentadas no capítulo anterior. É importante apenas relativizar as conclusões devido à ausência de uma amostra mais ampla. Assim, somente com o passar dos anos é que os resultados virão a se tornar mais definitivos.

### ***III.2 - Efeitos endógenos na integração econômica e sua evidência nos preços e no comércio***

Conforme visto, é sabido que os custos de transação, barreiras tarifárias, risco cambial, assimetria de informação, diferenças legais e de idiomas inibem o comércio internacional. Diferentes moedas também constituem uma barreira ao comércio, de modo que se torna importante mensurar os efeitos de uma união monetária no comércio internacional, que consiste quase sempre em uma parcela bastante significativa do produto interno bruto dos países.

Diversos estudos empíricos acerca dos efeitos endógenos em áreas monetárias ótimas sugerem que existe um potencial enorme para maior integração econômica depois de uma união monetária, em particular através do comércio internacional. De acordo com esses estudos, os ganhos com o comércio poderiam, inclusive, ser transmitidos para países de fora da área monetária. No caso de estudos sobre o comércio da Zona do Euro, afirma-se que o comércio com o Canadá e os Estados Unidos, por exemplo, também sofreria um aumento significativo, devido, sobretudo, à grande estabilidade que o Euro garante aos países que o adotaram como moeda. No caso dos países que possuíam moedas fracas e muito voláteis, esses ganhos foram ainda maiores do que no caso de países que possuíam moedas fortes, como a Alemanha e a França, visto que os primeiros passaram a operar sob uma moeda estável, coisa que não ocorria antes da adoção do Euro.

Os resultados dos estudos empíricos já feitos mostram que os efeitos da criação do Euro no comércio entre os países-membros da Zona do Euro são positivos, embora tais conclusões ainda sejam muito heterogêneas. Isso se deve, em partes, à falta de dados decorrente do pouco tempo que se passou desde que o Euro foi posto em circulação. Em

alguns casos, estima-se que os ganhos se limitam a alguns poucos pontos percentuais, enquanto em outros, acredita-se que, no longo prazo, pode-se aumentar o comércio em até 100%. Outra observação pertinente é que o comércio dentro da União Européia vem crescendo de forma contínua desde 1958, quando da criação da Integração Institucional Européia. Assim, é difícil precisar quanto do aumento do comércio nos últimos anos se deu em decorrência da união monetária e quanto se deu por uma taxa de crescimento decorrente de outros aspectos da integração européia, conforme visto no capítulo anterior. Por fim, existe ainda uma corrente que acredita que os efeitos mais drásticos irão demorar ainda alguns anos para serem sentidos.

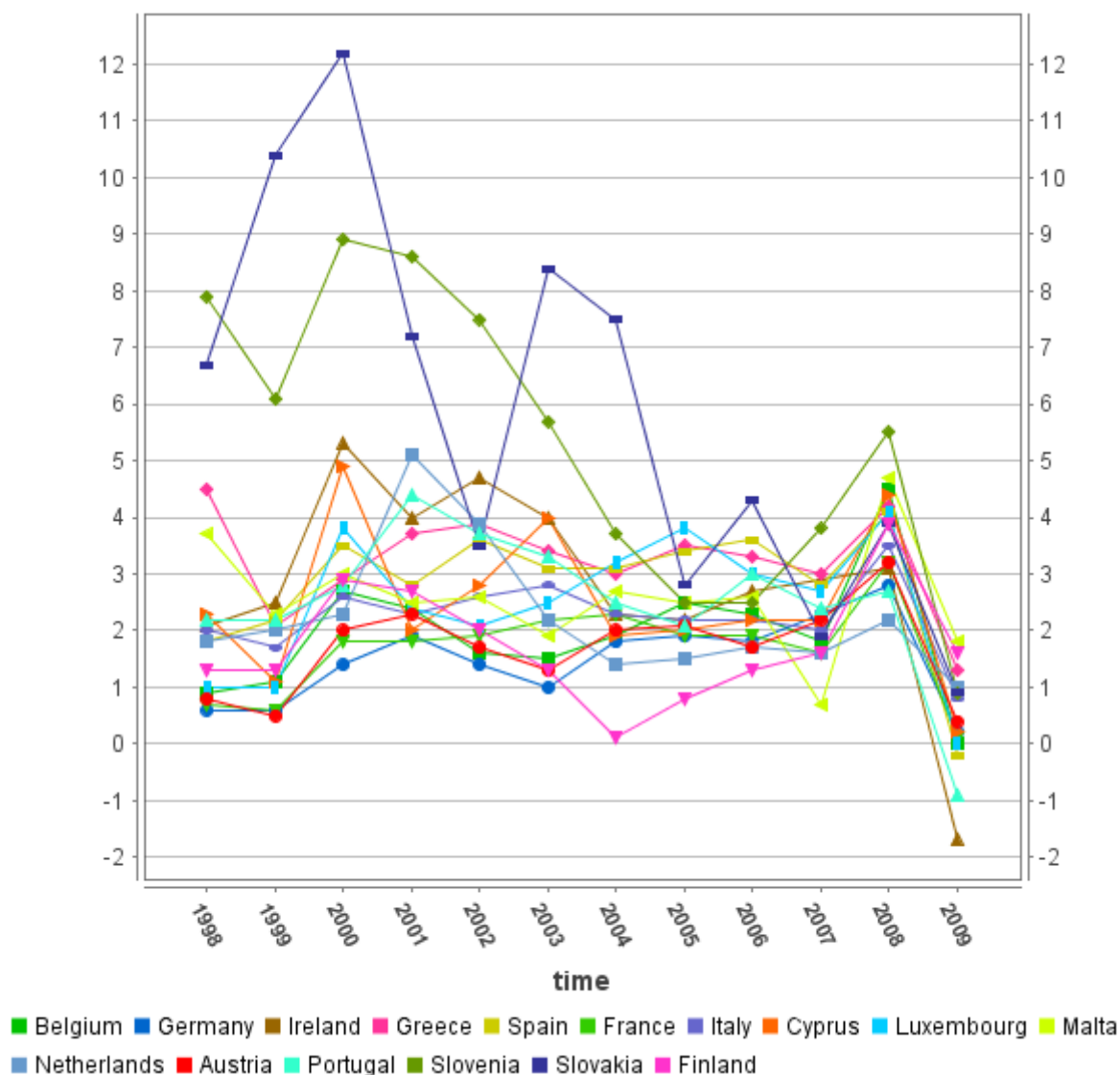
No que diz respeito à estabilidade do nível geral de preços, no entanto, já é possível observar uma tendência, apesar do período de dados ainda ser reduzido. O gráfico 1 apresenta alguns indícios empíricos acerca da existência de uma tendência do nível de inflação a convergir nos países-membros da Zona do Euro. O gráfico apresenta os índices harmonizados dos preços ao consumidor<sup>9</sup> nos 16 países-membros. Esse índice é comumente usado na Europa para se comparar internacionalmente a inflação, sendo calculado ano a ano pelo serviço de estatística da União Européia, o Eurostat, com base em uma cesta de bens e serviços de mais de 700 itens, em média.

É possível notar que todos os países analisados apresentaram no ano de 2009 uma inflação inferior a 2% ao ano, embora em 1998, antes da instituição do Euro, alguns países ainda apresentassem níveis consideravelmente mais elevados. Vale destacar também que nem todos esses países aderiram ao Euro quando de sua criação, como é o caso da Eslováquia, que o adotou apenas em 2009 e da Eslovênia, que trocou de moeda apenas em 2007. Essa ressalva pode indicar uma tendência mundial à convergência, uma vez que ambos os países já apresentavam inflação decrescente antes da adoção do Euro.

---

<sup>9</sup> Do inglês: *Harmonized Indices of Consumer Prices - HICP*

**Gráfico 1** – Média anual da taxa de inflação - Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (HICP)

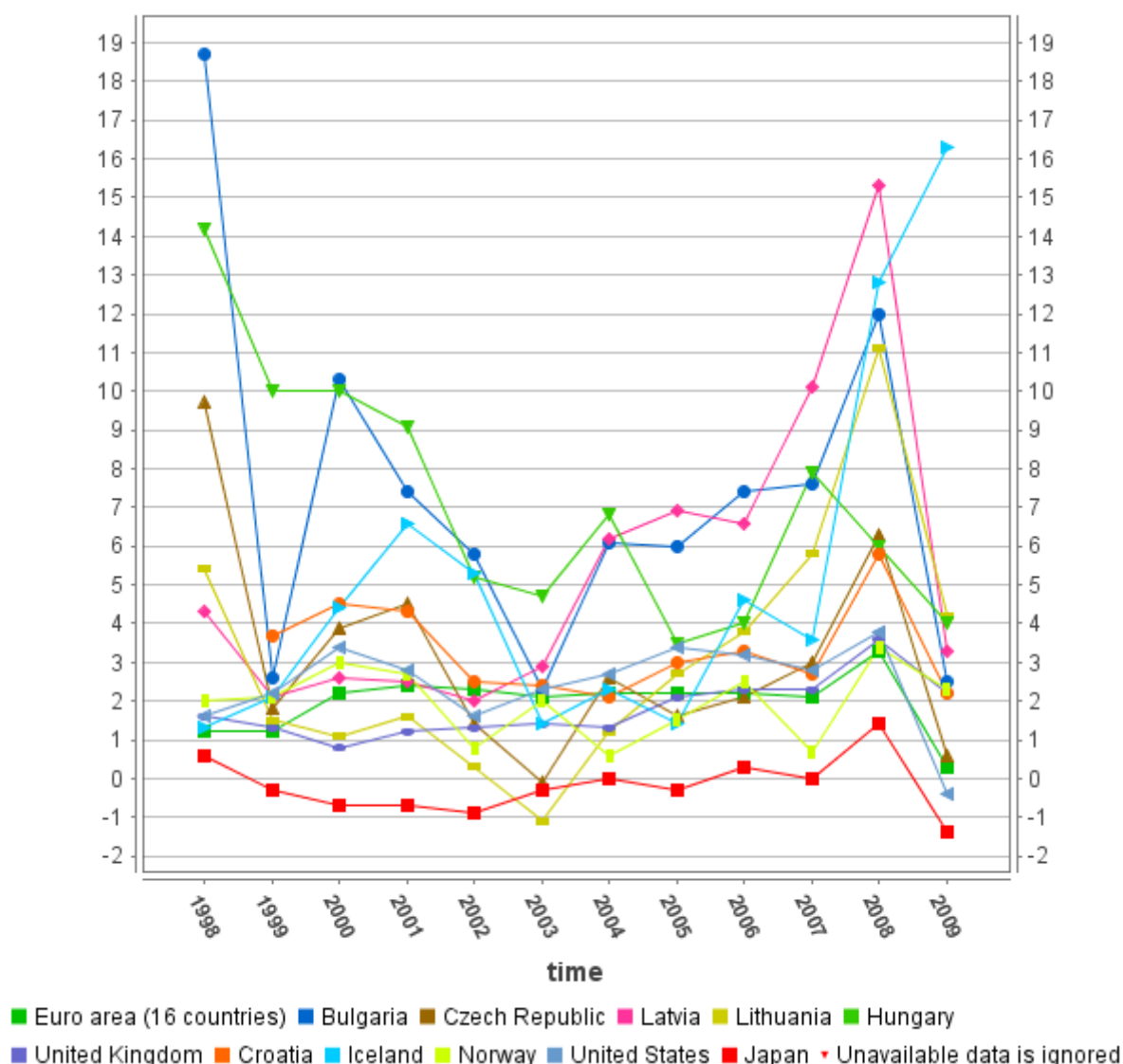


Fonte: Eurostat

De forma a analisar se existe, de fato, uma tendência mundial para a convergência dos níveis de inflação, pode-se analisar o gráfico 2 que, por sua vez, compara o índice harmonizado de preços ao consumidor da média dos 16 países-membros da Zona do Euro com outros países do mundo<sup>10</sup>. Ao analisar o gráfico, é possível concluir que também ocorreu uma convergência nas taxas de inflação, embora de forma menos acentuada que no caso anterior. Uma razão possível para essa diferença de intensidade é o fato de os países terem que satisfazer a alguns critérios, dentre os quais se destaca apresentar uma elevada estabilidade de preços, antes de fazer parte da Zona do Euro.

<sup>10</sup> No caso dos Estados Unidos e do Japão, foi usado o índice nacional de preços ao consumidor desses países

**Gráfico 2** – Média anual da taxa de inflação - Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (HICP) nos países europeus e Índice Nacional de Preços ao Consumidor nos EUA e no Japão



Fonte: Eurostat

Ao comparar o ano de 2008, marcado pela crise financeira mundial, nos dois gráficos, percebe-se que apenas a Eslovênia possuía uma inflação acima de 5% a.a dentro da Zona do Euro. Já no segundo gráfico, sete países apresentavam taxas de inflação acima de 5% a.a. São eles Letônia, Islândia, Bulgária, Lituânia, República Tcheca, Hungria e Croácia. O fato de países ricos como Estados Unidos, Japão e Noruega, bem como o Reino Unido, não terem apresentado picos de inflação durante o período analisado sugere que economias fortes, abertas e que possuem moedas estáveis são fatores que contribuem para a manutenção dos preços da economia. Analogamente, dentre os analisados no segundo gráfico, os países mais fracos economicamente sofreram conseqüências mais sérias em termos de inflação do que as pequenas economias que usam o Euro como sua moeda, analisados no primeiro gráfico.

### **III.3 - Efeitos endógenos em choques simétricos e na produção**

Vários autores constataram que o processo de integração econômica afeta a simetria das flutuações do produto de diversas maneiras. De acordo com Frankel e Rose (1997), a remoção de barreiras comerciais entre países não apenas aumenta o comércio entre eles, mas também permite que os choques de demanda sejam mais facilmente espalhados entre parceiros comerciais, além de levar a ciclos de negócios mais correlacionados. Outro argumento utilizado na literatura é que as externalidades decorrentes do conhecimento e da tecnologia também vão aumentar a partir da integração econômica e das flutuações simétricas do produto.

Os mercados financeiros possuem, dentre outras, a característica de ser um instrumento de suma importância contra choques assimétricos. Assim, o mercado financeiro possui grande relevância quando da definição do domínio ótimo de uma moeda, uma vez que a questão dos choques assimétricos é uma das grandes preocupações levadas em conta quando se analisa os riscos de uma união monetária, conforme visto. Uma pesquisa elaborada por Asdrubali, Sorensen e Yosha (1996) analisou os canais de divisão de risco nos estados norte-americanos. Eles concentraram a pesquisa em choques de produto interno bruto dos estados e constataram que 39% dos choques foram suavizadas por meio dos mercados de capital, 23% foram suavizados através dos mercados de crédito e 13% pelo governo federal. Os 25% restantes não foram suavizados. Assim, os mercados e instituições financeiros dos Estados Unidos contribuíram com 62% (ou seja, 39% do mercado de capital + 23% do mercado de crédito) para a absorção dos choques nos estados norte-americanos. O efeito é de cerca de cinco vezes mais importante do que o orçamento federal.

Existe ainda um argumento contrário à integração financeira, que diz que quanto maior for essa integração, maior a assimetria nas flutuações econômicas entre os países. Segundo os defensores dessa idéia, isso se dá porque a integração econômica faz com que haja mais oportunidades de dispersão do risco associado à rentabilidade das operações, devido aos instrumentos existentes no mercado financeiro que, por sua vez, passam a existir de forma mais palpável por causa da integração financeira. Assim, há uma tendência à especialização da produção, de forma a aumentar a produtividade, tornando as flutuações macroeconômicas menos simétricas.

Essas duas correntes, portanto, possuem visões distintas dos efeitos de uma maior integração econômica e financeira decorrente da união monetária. De um lado, o paradigma

da especialização afirma que, conforme os países forem ficando mais integrados, mais eles se especializam na produção de determinado produto. As vantagens decorrentes da especialização são aquelas associadas, sobretudo, às economias de escala. Em outras palavras, os membros de uma área monetária possuem uma tendência a diminuir sua diversificação produtiva e acabam por se tornar mais vulneráveis a receber choques econômicos assimétricos. Analogamente, a renda desses países se tornará cada vez menos correlacionada, uma vez que suas receitas decorrem de produtos diferentes, muitas vezes inclusive oriundos de mercados diferentes. Assim, é de se esperar que o aumento na integração econômica e financeira possa levar países que se encontravam inicialmente na área monetária ótima a sair da mesma. Isso ocorrerá quando os custos associados ao aumento da assimetria nas condições econômicas e, em consequência, nos choques superar os ganhos de eficiência da união monetária.

O outro paradigma é a hipótese da existência de efeitos endógenos em áreas monetárias ótimas, que criariam uma relação positiva entre a correlação da renda e a integração comercial. A idéia por trás dessa hipótese é que o compromisso assumido entre os países que operam sob uma moeda única tem como resultado a inexistência de desvalorizações cambiais competitivas, além de facilitar o investimento estrangeiro direto e de poder resultar em uma maior integração política entre os países. Esses efeitos, por sua vez, farão aumentar o comércio, a integração econômica e financeira, bem como promoverá uma sincronização do ciclo de negócios entre esses países.

No caso da Europa, há evidências empíricas que mostram que a integração econômica entre os países levou a uma maior correlação em seus ciclos de negócios. Outros estudos, por sua vez, mostrem que o comércio intra-industrial possui simetria com os ciclos de negócios, enquanto o comércio inter-industrial possui assimetria. O que se observou na Europa desde a instituição do Euro foi um aumento do primeiro tipo de comércio, de modo a corroborar com o segundo paradigma discutido.

Por fim, existe outro argumento contrário ao paradigma da especialização, que diz respeito ao aumento da importância do setor de serviços nas economias mundiais. Nesse setor, economias de escala não geram resultados tão relevantes como na indústria, de modo que uma maior integração econômica não leva a uma concentração regional de serviços. Dado que o setor de serviços já corresponde a cerca de 70% em alguns países europeus, é possível que a concentração regional das atividades econômicas cesse, mesmo que a integração econômica continue a aumentar.



A conclusão obtida através desses estudos empíricos é que o paradigma dos efeitos endógenos de áreas monetárias ótimas tende a prevalecer sobre o paradigma da especialização. Assim, a integração econômica e financeira entre os países não os leva a sofrerem choques assimétricos, mas sim o contrário, de modo que uma área monetária que, no momento inicial, não satisfizesse o critério dos choques simétricos tende a fazê-lo de maneira *ex-post*.

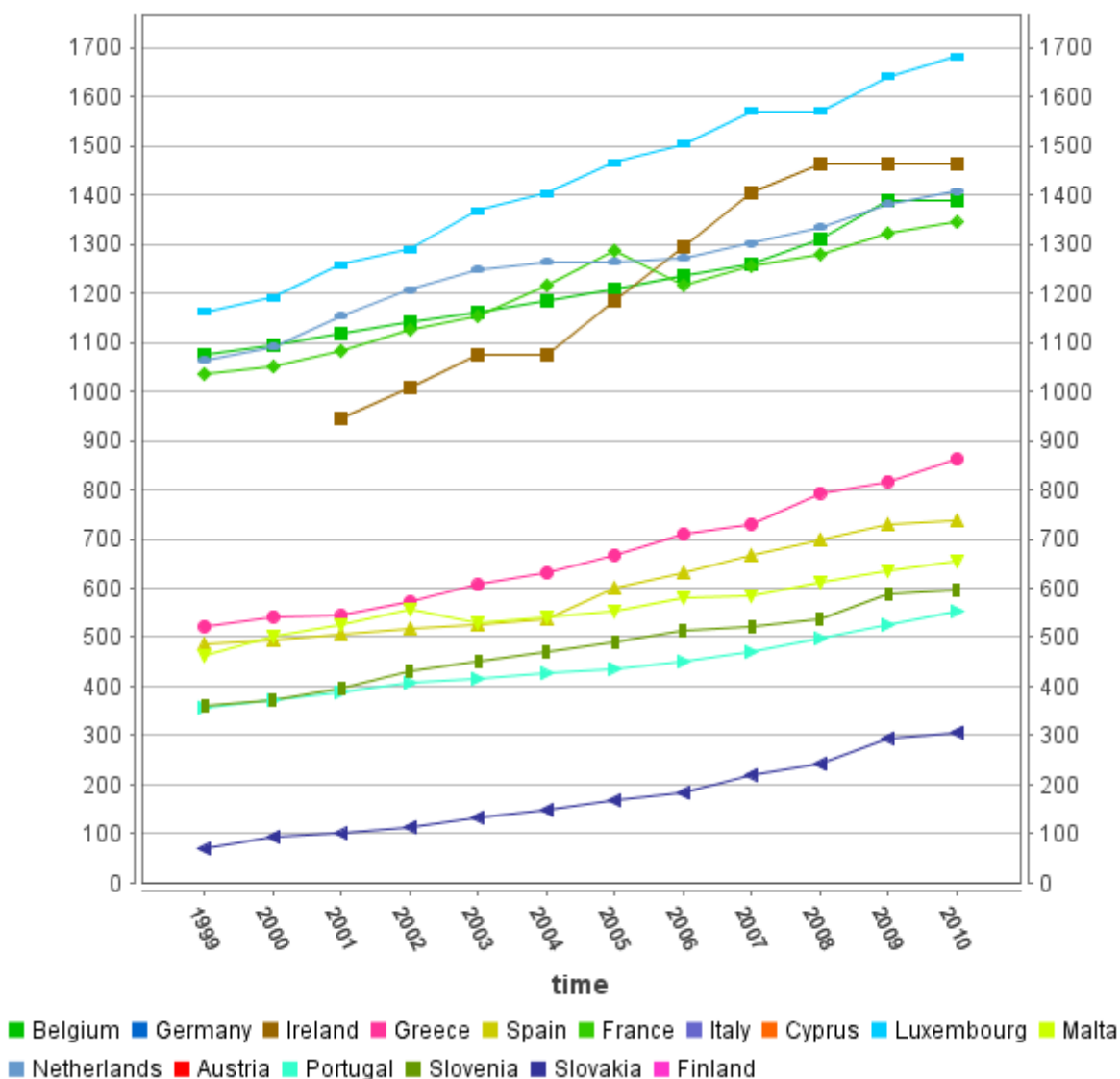
#### **III.4 - Efeitos endógenos no mercado de trabalho e, em especial, nos salários**

Os efeitos de uma união monetária na negociação salarial se dão através do aumento da transparência dos preços da economia e da promoção da concorrência em mercados, tanto de bens como de serviços. Isso acaba por reduzir a renda potencial a ser compartilhada pelos trabalhadores e pelas empresas, incentivando uma descentralização da negociação salarial.

Acredita-se ainda que o Euro possua influência indireta nos resultados obtidos, seja via redução nos custos de negociação ou via maior previsibilidade dos salários reais na economia, que podem ter permitido que os contratos de emprego se tornassem mais duradouros, assegurando uma maior estabilidade do salário nominal dos trabalhadores. Além disso, a disciplina econômica exigida em uma união monetária também pode ter causado um aumento no número de políticas salariais, contribuindo para a obtenção da tendência observada abaixo.

O gráfico 3 apresenta os salários mínimos brutos em Euros, medido em 1º de janeiro de cada ano, em diversos países da União Européia. Uma vez que a comparação é feita em Euros, fica impossibilitada uma comparação simples com outros países que não possuem o Euro como moeda, dado que a taxa de câmbio utilizada para a conversão monetária afetaria o resultado obtido. Em outras palavras, flutuações na taxa de câmbio utilizada causariam igual flutuação no piso salarial do ano em questão. Assim, somente com uma comparação em termos de poder de compra seria possível chegar ao resultado desejado. Por fim, vale dizer que esses dados são de salários brutos, ou seja, antes da dedução do imposto de renda e das contribuições sociais. Esse critério foi estabelecido, pois as alíquotas pagas em cima do salário bruto variam de país de país.

**Gráfico 3** – Salário mínimo bruto em Euros, em 1º de Janeiro de cada ano<sup>11</sup>



Fonte: Eurostat

Todos os países analisados fazem parte da Zona do Euro e apresentaram aumento considerável no salário nominal no período. Vale notar que nem todos os países passaram a adotar o Euro no mesmo ano, como é o caso da Eslováquia, de modo que a convergência ainda não foi observada, embora seja possível verificar uma clara tendência de crescimento do piso salarial em todos os países.

É importante ainda fazer a ressalva que o custo de vida em países como a Eslováquia e Portugal não pode ser comparado ao custo de vida em países como França e Bélgica, de modo

<sup>11</sup> Os dados salariais de Alemanha, Áustria, Chipre, Finlândia e Itália não estão disponíveis no *website* do serviço de estatística da União Européia, de modo que a informação não consta no gráfico abaixo.

que a mera comparação salarial pode ser enganosa se não for analisada em termos de poder de compra. Apenas assim seria possível realizar uma comparação que levasse em conta tanto o piso salarial quanto a quantidade de bens e serviços que esse salário seria capaz de adquirir.

A menor produtividade nos países em grau de desenvolvimento mais atrasado também é apontada como uma das razões que justificam seus respectivos salários em um patamar mais baixo do que nos países mais desenvolvidos. Nesse sentido, é de se esperar que mesmo com uma comparação em termos de poder de compra, os países mais desenvolvidos apresentem um nível salarial mais elevado. Isso corrobora com a intuição de que a qualidade de vida nos países desenvolvidos é maior do que nos países subdesenvolvidos, sendo que os últimos apresentam, em geral, pior distribuição de renda. Assim, a parcela mais pobre da população desses países não possui uma qualidade de vida elevada em termos financeiros, enquanto a parcela mais pobre nos países mais ricos possui uma qualidade de vida bastante elevada e muito mais próxima à da parcela mais rica.

### ***III.5 - Conclusões do capítulo***

Este capítulo buscou analisar os efeitos endógenos de uma integração monetária, ou, em outras palavras, verificou empiricamente se existe uma tendência à convergência de indicadores macroeconômicos nos países que possuem uma moeda única. Em particular, foram analisadas três áreas. São elas a integração econômica, em especial, o reflexo da união monetária nos preços e no comércio, a questão da simetria dos choques econômicos nos países e os efeitos no mercado de trabalho e, em particular, nos salários.

Inicialmente, pôde-se comprovar que os índices de inflação nos países participantes da Zona do Euro se tornaram mais homogêneos desde a criação do Euro. Em seguida, ao comparar os países-membros da Zona do Euro com outros países do mundo, vimos que a tendência foi verificada também nos outros países, embora com menor intensidade e maior volatilidade. No que tange o comércio, estudos já elaborados mostraram que houve um aumento no comércio entre os países-membros da Zona do Euro, embora os resultados sejam bastante heterogêneos. Ainda não é claro, no entanto, o quanto desse aumento no comércio se deveu à união monetária e quanto foi decorrente de uma taxa de crescimento decorrente de outros aspectos da integração européia. Essa ressalva se deve pelo fato de que o comércio entre esses países cresceu continuamente nos últimos 50 anos, ou seja, desde o início da

Integração Institucional Européia, em 1958. Por fim, alguns economistas acreditam que os efeitos da união monetária no comércio serão sentidos com mais intensidade dentro de mais alguns anos, de modo que ainda parece precipitado afirmar que muito do aumento do comércio se deu por causa do Euro.

A análise sobre a simetria dos choques é mais tênue, de modo que o debate teórico parece mais apropriado do que a verificação empírica, inclusive devido ao pouco tempo decorrido desde a instituição do Euro. A questão relacionada à influência da integração econômica e financeira nos choques, no entanto, parece mostrar que torna os choques mais simétricos entre os países. Dentre as razões apontadas, destacam-se o mercado de crédito e de capitais como fundamentais como atenuantes dos choques, bem como o crescente mercado de serviços e a também crescente correlação nos ciclos de negócios entre os países, que fazem com que os efeitos endógenos nos choques econômicos os tornem mais simétricos e não mais assimétricos, conforme sugere o paradigma da especialização.

Por fim, o que se observou com relação aos salários mínimos brutos foi uma tendência bem definida de crescimentos nos países-membros da Zona do Euro. As taxas de câmbio que seriam necessárias para a realização de uma comparação com países que utilizam outras moedas impossibilitam essa análise, visto que as taxas de conversão causam flutuações que em geral não seriam observadas em termos reais. Apenas através de uma análise em termos de poder de compra seria possível fazer a comparação com países que utilizam outra moeda. Vale ressaltar ainda que a análise do patamar salarial deve ser relativizada, uma vez que não leva em consideração o nível geral de preços dos países, ou seja, não leva em conta quantos e quais bens e serviços determinado salário é capaz de adquirir.

## CONCLUSÃO

Este trabalho procurou analisar as perspectivas com relação ao futuro do Euro, à luz da teoria de Robert Mundell sobre áreas monetárias ótimas. Ao questionar a correspondência de um para um entre o número de moedas e de estados, Mundell abriu a possibilidade de que países poderiam abrir mão de suas moedas nacionais e, em consequência, de uma importante expressão de soberania nacional e de sua autonomia para fazer política monetária em prol de vantagens econômicas que viriam a justificar o uso de taxas de câmbio flexíveis entre as diversas regiões que possuíssem uma moeda. O debate proposto foi baseado nos questionamentos da época da elaboração da teoria acerca do padrão monetário regido por Bretton Woods.

No final do século XX, ou mais precisamente em 1999, o mundo testemunhou o maior experimento prático de uma união monetária até então visto. A criação da Zona do Euro teve início com a criação do Euro como moeda única do continente europeu. Diversos autores reafirmam a motivação política da união pela qual a Europa passou desde meados dos anos 1940 até que fosse possível atingir o maior estágio de integração econômica da história. Preocupados em buscar uma solução definitiva que viesse a garantir uma paz prolongada no continente, diversos líderes de estado deram início ao que hoje é conhecido como União Européia.

Inicialmente tímida, a velocidade da integração se intensificou com o passar dos anos e, mesmo com alguns retrocessos ao longo do processo, acabou por culminar no que alguns acreditam ser uma medida necessária para uma unificação total: a união monetária. Foi através da criação de diversas instituições que visavam centralizar a tomada de decisão com respeito a assuntos de interesse comum a mais de um país e com a padronização de políticas, normas e leis que alguns dos principais países do continente começaram a dar forma à hoje já relativamente bem estabelecida ordem econômica européia.

A união monetária ocorrida na Europa sofreu, no entanto, inúmeras críticas por parte de diferentes setores sociais, preocupados, por sua vez, com aspectos diversos decorrentes da criação de uma moeda única. Dentre as principais críticas e preocupações, se destaca a perda, por parte de cada país-membro individualmente, da autonomia de fazer uso de uma política

monetária própria, específica para os problemas identificados em cada um desses países. O fato de os países-membros não possuírem mais as variações na taxa básica de juros como instrumento de combate à inflação causou e ainda causa certo temor. Além disso, uma vez que uma união monetária pressupõe um banco central único, a política monetária adotada passa também a ser única. Daí decorre a consideração que os países-membros se encontram em diferentes graus de desenvolvimento e que, portanto, não necessariamente fariam uso de uma política monetária semelhante, caso pudessem tomar essa decisão individualmente.

A crise na Grécia, ocorrida em 2010, também gerou novas críticas à atuação do BCE. Sua independência com relação aos aspectos políticos foi questionada, uma vez que a criação de um fundo de ajuda a governos devedores injetaria mais dinheiro na economia e, assim, poderia gerar inflação. Abriu-se ainda um precedente perigoso para outros governos, como de Portugal, Espanha e Irlanda, que podem decidir gastar mais, uma vez que eles possuem a certeza de que serão “salvos” caso a dívida pública os fuja ao controle.

Por outro lado, a teoria econômica nos diz que, dada a conjuntura econômica dos últimos anos, provavelmente todos os países teriam adotado a mesma política monetária. No caso da crise financeira mundial, por exemplo, era de se esperar que todos os países reduzissem a taxa de juros de modo a incentivar o investimento e reaquecer suas economias. Dado o baixo nível de atividade, dificilmente haveria uma pressão inflacionária que viesse a fazer com que os tomadores de decisão mudassem de idéia com relação a tal política monetária. Resta, assim, analisar criticamente se no futuro a discrepância econômica verificada entre os países-membros da Zona do Euro pode vir a corroborar com as críticas.

Nesse sentido, analisou-se a teoria sobre efeitos endógenos decorrentes de união monetária, que supõe que uma área monetária pode se tornar uma área monetária ótima de maneira *ex post*, mesmo que ela não satisfizesse os critérios definidos por Robert Mundell de maneira *ex ante*. Em outras palavras, acredita-se que exista uma tendência a convergência de indicadores econômicos entre os diferentes países, o que faria com que eles passassem a apresentar características mais semelhantes futuramente, os aproximando do modelo ótimo que Mundell se propôs a perseguir.

Os indicadores analisados no caso europeu parecem confirmar a teoria dos efeitos endógenos, uma vez que no caso da estabilidade do nível geral de preços houve convergência, ainda que limitada, enquanto que no caso dos salários mínimos brutos houve uma clara tendência de crescimento em todos os países analisados. A visão otimista da qual partilham os

autores dessa teoria sugere que as perspectivas futuras para a Zona do Euro são de sucesso, embora ainda seja cedo para afirmar qualquer coisa nesse respeito.

Cabe ressaltar ainda que, apesar dos resultados obtidos serem otimistas com relação ao futuro da união monetária na Europa, a análise precisa englobar mais aspectos caso se pretenda obter um resultado mais preciso e até confiável. As críticas que ainda são feitas mostram que uma análise limitada pode ser viesada, visto que o Euro ainda não alcançou – e talvez nunca venha a alcançar - a unanimidade. Nas palavras de Marsh (2009):

*“É muito cedo para dizer se o experimento de dez anos de idade terminará em sucesso ou fracasso. O Euro trouxe, e continuará trazendo, benefícios substanciais – econômicos, políticos e sociais – para pessoas e estados dentro e fora da UME. Igualmente, o Euro expôs deficiências na política econômica praticadas entre os países-membros que - por já não poderem mais ser retificadas pela desvalorização cambial - precisam ser corrigidas com ajustes dolorosos de longo prazo, através de aumentos salariais mais baixos, aumento das horas de trabalho e perdas de emprego nos negócios e setores menos competitivos.”*<sup>12</sup> (David Marsh, 2009, pp. 4)

Por fim, conforme afirmam diversos autores, o pouco tempo decorrido desde a instituição do Euro também coloca um questionamento em toda e qualquer análise empírica feita até agora no que diz respeito ao Euro. É preciso que se dê mais tempo para que tanto a integração europeia se fortaleça, quanto para que o tamanho final da Zona do Euro seja determinado. Tudo que se pode esperar de um trabalho empírico sobre esse assunto é, portanto, uma perspectiva otimista ou pessimista que pode, ou não, vir a se confirmar no futuro.

---

<sup>12</sup> *“It is too early to say whether the ten year-old experiment will end in success or failure. The Euro has brought, and will continue to bring, substantial benefits - economic, political and social - to people and states within and outside EMU. Equally, the Euro has exposed shortcomings in economic policy among member countries that - because they can no longer be rectified by devaluation - need to be corrected by painful longer-term adjustments, through lower wage rises, increased working hours and job losses in uncompetitive businesses and sectors.”* (David Marsh, 2009, pp. 4)

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASDRUBALI, P.; SORENSEN, B.; YOSHA, O. Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990, *Quarterly Journal of Economics*, Massachusetts, v. 111, n. 4, p. 1081-1110, 1996.

BAYOUMI, Tamim A.; EICHENGREEN, Barry. *One money or many? Analyzing the prospects for monetary unification in various parts of the world*. Princeton University, Princeton, n. 76, 1994.

BORDO, Michael D. The United States as a Monetary Union and the Euro: A historical perspective. *Cato Journal*, Washington, v. 24, n. 1-2, p. 163-170, 2004.

BROZ, Tanja. *The Theory of Optimum Currency Areas: A literature review*. The Institute of Economics, Zagreb, n. 104, p. 53-78, 2005.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. ; SOUZA, F. E. P. ; SICSU, J. ; PAULA, L. F. R. ; STUDART, R. *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

DE GRAUWE, Paul; MONGELLI, Francesco Paolo. Endogeneities of optimum currency areas - What brings countries sharing a single currency closer together?. *European Central Bank*, Frankfurt am Main, n. 468, 2005. Disponível em:

<<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp468.pdf>>

Acesso em: 15 jun, 2010.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *The Enlargement of the Euro area and Optimum Currency Areas*. 2004.

Disponível em:

<<http://www.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=degrauwe>>

Acesso em: 15 jun, 2010.

ECB. Banco Central Europeu. Disponível em: <<http://www.ecb.eu>>

Acesso em: 05 set, 2010.



EICHENGREEN, Barry. *Is Europe an optimum currency area?*. National Bureau of Economic Research, Cambridge, n. 3579, 1991. Disponível em:

<<http://www.nber.org/papers/w3579.pdf>>

Acesso em: 18 jun, 2010.

EUROSTAT. Disponível em: <<http://ec.europa.eu/eurostat>>

Acesso em: 27 jul, 2010.

FRANKEL, J.; ROSE, A. *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, Berkeley, 1997. Disponível em:

<<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.154.3451&rep=rep1&type=pdf> >

Acesso em: 18 jun, 2010.

FRIEDEN, Jeffry A. *Capitalismo Global*. Rio de Janeiro. Jorge Zahar Ed, 2006.

KOUPARITSAS, Michael A. *Is the United States an optimum currency area? An empirical analysis of regional business cycles*. Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, n. 22, 2001.

MARSH, David. *The Euro*. Yale, Yale University Press, 2009.

MCKINNON, Ronald. Optimum currency areas. *American Economic Review*, Pittsburgh, v. 53, n. 4, p. 717-725, 1963.

\_\_\_\_\_. *Optimum currency areas and key currencies: Mundell I versus Mundell II*. Stanford University, Stanford, 2004. Disponível em:

<<http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/OptimumMundellN.pdf>>

Acesso em: 15 jun, 2010.

\_\_\_\_\_. *Optimum Currency Areas and the European Experience*. Stanford University, Stanford, 2001. Disponível em:

<<http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/optimumreueur.pdf>>

Acesso em: 15 jun, 2010.

MONGELLI, Francesco Paolo. "New" views on the Optimum Currency Area Theory: what is EMU telling us?. Frankfurt am Main, n. 138, 2002. Disponível em:

<[www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp138.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp138.pdf)>

Acesso em: 15 jun, 2010.

MUNDELL, Robert. A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*. Pittsburgh, v. 51, n. 4, p. 657-665, 1961.

PADOA-SCHIOPPA, Tommaso. *The Euro and Its Central Bank*. Cambridge, The MIT Press, 2004.

PHILIPPOPOULOS, Apostolis. *Lecture notes on European integration*. University of Bern, Bern, 2009.