

ACORDOS MONETÁRIOS REGIONAIS: PERSPECTIVAS E LIMITES PARA O MERCOSUL

Alexandre Jerônimo de Freitas (UFRRJ)

Marcelo Pereira Fernandes (UFRRJ)

RESUMO

Muitas vezes analisados de forma integrada, os Acordos Monetários Regionais (AMR) são processos muito variados, devido principalmente ao conjunto de países envolvidos. O objetivo deste artigo é mapear as distintas formas de AMR e analisar sua aplicação ao MERCOSUL. Trata-se de se buscar no AMR um instrumento que facilite a adoção de um regime macroeconômico condizente com as necessidades de desenvolvimento dos países do bloco. Em especial, esses países devem ser capazes de adotar políticas econômicas pró-crescimento, com geração de emprego e distribuição de renda, o que conseqüentemente deverá aumentar o espaço nacional ou regional para a formulação de políticas de inserção na economia mundial que modifiquem suas relações com as economias centrais.

PALAVRAS-CHAVE: MERCOSUL, Arranjos Monetários, Integração

ABSTRACT

Often analyzed in an integrated manner, the agreements Regional Monetary Arrangements (RMA) processes are very varied, mainly due to the number of countries involved. The objective of this paper is to map the different forms of RMA and analyze their applicability to MERCOSUR. It is to seek the RMA an instrument to facilitate the adoption of a consistent macroeconomic regime with the development needs of the bloc's countries. In particular, these countries should be able to adopt pro-growth economic policies, generating employment and income distribution, which in turn should increase the national or regional space for the formulation of insertion policies in the world economy that would change its relationship with the developed economies.

KEY-WORDS: MERCOSUR, Monetary Arrangements, Integration

ACORDOS MONETÁRIOS REGIONAIS: PERSPECTIVAS E LIMITES PARA O MERCOSUL

1 - INTRODUÇÃO

O novo ministro da Fazenda do Brasil, Fernando Haddad, foi alvo de polêmica porque, em artigo recente, teria sugerido a criação de uma moeda única do Mercosul (HADDAD; GALÍPOLO, 2022). Por algum motivo não especificado, isso teria abalado a “confiança” dos mercados no Brasil. De todo modo, a polêmica reascendeu as discussões sobre a possibilidade de um arranjo monetário que aperfeiçoe a integração econômica no bloco, tanto que na reunião da Comunidade de Estados Latino-Americanos e Caribenhos (CELAC) em Buenos Aires ocorrida entre os dias 23 e 24 de janeiro, se discutiu a criação de uma moeda comum entre Brasil e Argentina. Em declaração conjunta feita na reunião, pelos presidentes Lula e Alberto Fernández, apontou que:

“Em matéria de integração financeira e produtiva, coincidiram em avançar para o aprofundamento da relação bilateral, com instrumentos que aumentem e facilitem o comércio sem entraves, por meio da ampliação do uso do Sistema de Moeda Local (SML), incorporando o comércio de serviços e a implementação de linhas de crédito em Reais para dinamizar o comércio bilateral e facilitar os fluxos financeiros no sistema, aumentando a previsibilidade das transações. ” (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2023).

A discussão sobre arranjos monetários é fundamental para o avanço do Mercosul. Em passado recente, o mundo experimentou um período fértil de arranjos monetários entre países. Esta onda pode ter iniciado primeiramente pelo advento do Euro, mas também foi muito estimulada pela sequência de crises financeiras vivenciadas na segunda metade da década de 1990 e que culminou com a crise financeira norte-americana e, posteriormente, internacional, iniciada em 2008. Além disso, processos econômicos de integração regional contribuíram para respaldar tais iniciativas. O continente sul-americano não só não passou incólume por este fenômeno, como possui experiência com esses tipos de arranjos¹.

¹ Desde a década de 1950 a CEPAL preocupava-se com a formação de um mercado comum na América Latina. A necessidade de ganhos de escala para consolidar processos de industrialização em países com mercados domésticos pequenos levava a necessidade de maior integração econômica da região. A criação de Sistemas de Pagamentos Regionais era vista como um suporte a esta estratégia. Ver CEPAL [1959] (2000).

Muitas vezes analisados de forma integrada, os Acordos Monetários Regionais (doravante, AMR) são processos muito variados, devido principalmente ao conjunto de países envolvidos. De acordo com suas economias, estes países buscam objetivos não necessariamente convergentes – reduzir a vulnerabilidade externa, estimular o comércio intra-regional, reduzir os custos de transação, avançar na integração econômica regional - exigindo diferentes mecanismos de funcionamento –, sistema regional de pagamentos, fundo regional de reservas, mercados de títulos regionais e arranjos cambiais.

Antes mesmo da criação do Mercosul, Brasil e Argentina assinaram o Protocolo nº 20, cujo objetivo era iniciar um processo de criação de uma unidade monetária comum, denominada de “gaúcho”, que deveria ser emitida e respaldada por um fundo de reserva administrado pelos dois países².

A busca por maior integração monetária evoluiu no Mercosul com o acordo de Cooperação mútua entre os bancos nacionais dos Estados Partes, estabelecida em novembro de 1994. O acordo ocorreu entre o Banco do Brasil, Banco da Nação Argentina, Banco da República Oriental do Uruguai e o Banco Nacional de Fomento (Paraguai), e tinha o propósito de conceder financiamentos que facilitassem o comércio exterior do bloco.

Outro passo importante foi dado durante a 14ª reunião em julho de 1998 do Conselho do Mercosul em Ushuaia (Argentina) quando os presidentes do Brasil, Argentina, Uruguai e Paraguai assinaram um protocolo prevendo a criação de uma moeda. No acordo, não foi determinada uma data para criação da nova moeda, porém tentou-se estabelecer um plano de uniformização de taxas de juros, índice de déficit público e taxas de inflação, medida considerada necessária para esse objetivo. E mesmo após enfrentar graves turbulências financeiras, a declaração da reunião presidencial realizada em 1999 em São José dos Campos³, enfatizava mais uma vez a necessidade de se realizar uma maior coordenação macroeconômica entre os membros do bloco. Vale lembrar que no Tratado de Assunção que criou o Mercosul já estava previsto à coordenação progressiva das políticas macroeconômicas entre os Estados Partes.

² A declaração está disponível em <http://www.embarg.org.br/DeclSJdosCampos.htm>

Entretanto, a criação de uma moeda única, ao menos nos marcos da experiência europeia, estava muito mais para um desejo distante do que algo factível. Um passo mais exequível foi dado com a Decisão nº 25, em 2007, do Conselho do Mercado Comum, prevendo a criação do sistema de pagamentos em moeda local (SML) entre os Estados Partes do Mercosul, por meio de convênios bilaterais entre os Bancos Centrais competentes. Em 3 de outubro de 2008, numa situação bastante adversa em razão da crise financeira internacional, foi criado o SML entre Brasil e Argentina, integrando os sistemas de pagamentos dos dois países (IADB, 2010).

No momento em que foi assinado, o acordo pretendia desenvolver um "projeto piloto" para os demais países do Mercosul. Assim, na XXXVII Reunião Ordinária do Conselho do Mercado Comum em julho de 2009, foi aprovada o SML para o comércio entre os todos os Estados Partes do Mercosul. Em 23 de outubro de 2009, os bancos centrais de Brasil e Uruguai assinaram uma Carta de Intenções a fim de iniciar o processo de implantação do SML entre os dois países.

O objetivo deste trabalho é mapear as distintas formas de AMR e analisar sua aplicação ao Mercosul. Trata-se de buscar no AMR um instrumento que facilite a adoção de um regime macroeconômico condizente com as necessidades de desenvolvimento dos países do bloco que possam melhorar suas relações com as economias centrais.

Neste sentido, a adoção de um arranjo monetário inspirado no Euro pouco teria acrescentar nessa direção. Pelo menos a partir do tratado de Maastricht, se não antes, a moeda única europeia foi desenhada para garantir a estabilidade monetária através de um banco central independente que trabalharia exclusivamente para atingir uma meta de inflação estabelecida. Com a adoção de uma moeda única, os Estados-membros abriram mão da prerrogativa da soberania monetária e, por conseguinte, da emissão de dívida pública em moeda nacional. Eles passaram a se financiar no mercado como empresas privadas. O investimento público passou a ser avaliado da mesma forma que o investimento privado.

Assim, é preciso que o AMR seja adaptado aos interesses político-econômicos dos Estados-parte do Mercosul. A maior integração procura fortalecer a autonomia monetária, permitindo que se criem mecanismos que minorem os impactos dos choques externos sobre as economias nacionais. Essa proteção gera condições para que variáveis macroeconômicas fundamentais – como as taxas de juros e o câmbio – possam estar disponíveis para sustentar uma estratégia de desenvolvimento econômico de longo-prazo.

Isso fortaleceria o bloco que atualmente se encontraria ameaçado de se dissolver, segundo as palavras do chanceler brasileiro, Mauro Vieira, em razão das negociações de livre comércio entre China e Uruguai (VIEIRA, 2023).

Após essa introdução, analisaremos na segunda seção as diferentes formações de AMR. Depois consideraremos os mecanismos mais indicados para o MERCOSUL – ainda que sem pretensões de apresentar uma proposta completa. Por fim, apresentaremos breves considerações na parte final.

2 – ACORDOS MONETÁRIOS REGIONAIS

Conforme mencionado na introdução, existem em vigência vários tipos de AMR cuja diversidade se dá pelo grau de integração, variando conforme os objetivos e procedimentos adotados pelos países que compõe o bloco regional. É possível classificá-los da seguinte forma, de acordo com Fritz et al. (2012):

- Acordos que envolvam algum tipo de sistema de pagamentos regional;
- Formação de um fundo de reservas regional;
- Criação de um Mercado Financeiro Regional que estimule o financiamento de projetos de investimento;
- Arranjos cambiais regionais que previnam instabilidades nas taxas de câmbio intra-regionais.

Cada tipo de acordo é funcional para certos objetivos pré-determinados pelos países membros. Muitos desses objetivos não são mutuamente exclusivos, ou seja, tais acordos podem ser utilizados simultaneamente. Por fim, não existe necessariamente alguma continuidade entre eles, ou seja, não há uma sequência pré-definida para adoção de tais processos.

2.1 Sistemas Regionais de Pagamento

Os Sistemas de Pagamento Regionais (SPR) são tidos como um primeiro passo na direção de um acordo monetário mais profundo. São vistos comumente como arranjos monetários que facilitam o comércio regional, enquanto reduzem os custos de transação através da liquidação de pagamentos em moedas locais dos países participantes. Do

mesmo modo, deve-se focar seu impacto sobre o uso de reservas internacionais nessas operações, possibilitando uma redução de seu montante e liberando seu uso para possíveis ajustes no balanço de pagamentos, protegendo a economia nacional de choques externos que possam exigir ajustes recessivos (FRITZ ET AL, 2010, p.23; UNCTAD, 2011).

Do ponto de vista dos usuários, a operação não é complexa: caso uma firma da Venezuela deseje importar uma mercadoria e/ou contratar um serviço de uma firma do Uruguai, ela deve se utilizar de meios de pagamento aceitos neste país. Ela poderá utilizar um montante em pesos uruguaios ou, mais comum, adquirir esse montante equivalente em dólar, para convertê-lo em seguida na moeda uruguaia. Os custos relacionados com a conversão das moedas encarecem a transação, podendo até inviabilizá-la.

De maneira a evitar esses custos, seria criado um SPR no qual, a partir de um acordo entre os Bancos Centrais dos respectivos países, a firma venezuelana pagasse pelo serviço em bolívares, e a firma uruguaia recebesse em pesos uruguaios. A transação ocorreria com uso apenas de moedas locais sem a necessidade de operar com uma terceira moeda.

O decréscimo do uso de moeda estrangeira no comércio intra-regional não é a única forma de reduzir os custos deste comércio. É possível reduzir o número final de transações efetuadas pelo SPR ao necessário para compensar os saldos líquidos entre os países. Certo período é determinado, durante o qual as operações efetivadas são diariamente contabilizadas por meio de uma Câmara de Compensação criada pelos Bancos Centrais.

No término do período, as transações de mesmo montante são canceladas e o volume final de cada compensação refletiria somente a diferença entre as vendas e compras acumuladas durante o período estipulado. Assim, créditos e débitos são cancelados sem a necessidade de uso de divisas, restando apenas o saldo final a ser liquidado. Caso cada transação seja liquidada individualmente, como num sistema descentralizado, todas as compras e vendas envolveriam o uso de alguma moeda internacional.

Este processo pode ser visualizado através da tabela abaixo:

Importação	Exportação	Saldo
-------------------	-------------------	--------------

País A	100 milhões	120 milhões	20 milhões
País B	120 milhões	100 milhões	-20 milhões

Na ausência de um sistema de pagamentos entre os países, o país A precisaria utilizar 100 milhões numa terceira moeda aceita pelo país B que, por sua vez, precisaria de um montante de 120 milhões. Com um sistema de pagamentos nos moldes explicados acima, apenas o saldo líquido precisaria ser quitado, logo o país B precisaria apenas de 20 milhões e o país A não utilizaria nada.

Assim, para pagar pelo comércio intra-regional, o banco central do país em déficit precisa apenas transferir a moeda reserva no fim do período de compensação. Não é primordial operar com volume bruto de divisas diariamente, mas apenas com os montantes líquidos no final do período de compensação.

Mais do que reduzir os custos de transação, esse acordo provê liquidez durante o período de liquidação, permitindo que os países possam expandir as importações mesmo com restrições de reservas internacionais. Alivia a pressão sobre a economia interna da necessidade de gerar superávits comerciais através de ajustes recessivos.

A atratividade do uso do SPR também está vinculada a moeda denominada para compensação de déficits e superávits ao final do período de compensação. A possibilidade de saldar parte de sua dívida em moeda nacional é atrativa para o país deficitário. Por outro lado, o país superavitário poderá perder interesse caso não possa receber também em moeda conversível, já que nem sempre considerará interessante um crédito numa moeda cuja economia não lhe oferece muitas opções. Também é possível que se possa pagar parte do saldo devedor em moeda nacional e parte em moeda conversível. Uma última opção é a criação de uma unidade de conta específica para o uso no acordo.

O SPR será mais duradouro quanto mais eficiente for seu mecanismo monetário. Trata-se de comparar o volume total de pagamentos do comércio regional com o volume canalizado pelo acordo. Esta comparação possibilita diagnosticar a aceitação do sistema pelas firmas participantes no comércio regional, permitindo que se possam criar mecanismos que estimulem sua utilização.

Um tema mais delicado e essencial para que o acordo perdure são os desequilíbrios persistentes que possam existir no comércio regional. Países cronicamente

deficitários serão beneficiados com o uso do SPR já que poderão postergar parte de seu saldo devedor e se utilizar de possíveis linhas de crédito adicionais, podendo ainda saldar seu déficit em moeda nacional. Por outro lado, os países superavitários poderão perder interesse no acordo enquanto o montante de saldo acumulado restrinja suas possibilidades de investimento (FRITZ ET AL, 2010, p. 7).

Podem-se adotar alguns mecanismos que busquem suavizar os desequilíbrios, a partir da adoção do chamado “princípio da reciprocidade”. Isto é, a adoção pelos países participantes de um compromisso em manter o equilíbrio no comércio intra-regional. Para que isso ocorra, os países superavitários devem criar maiores oportunidades em seus mercados para a exportação dos países deficitários, equilibrando assim o comércio regional (ARAGÃO, 1984, p.16).

2.2 - Fundo Regional de Reservas

O estabelecimento de um Fundo Regional de Reservas (FRR) deve ter como principal função fornecer um seguro contra crises no balanço de pagamentos aos países que fazem parte do bloco regional. A ideia relativamente simples é que em períodos de calma os governos façam aportes ao fundo e retirem em momentos de turbulência, seja como prevenção ou para impedir uma desvalorização cambial descontrolada diante de um choque externo. Para isso, precisa existir um compromisso entre os associados que acelere a provisão de liquidez com taxas de juros relativamente baixas (DULLIEN ET AL, 2013, p.12)

Desse modo, devido à velocidade com que os efeitos deletérios de uma fuga de capitais costumam se propagar pela economia, o FRR teria a vantagem de ser mais ágil e flexível em relação às instituições internacionais que provém liquidez (FRITZ; MÜHLICH, 2012). Logo, ele poderia atuar inicialmente como complemento ao FMI, e num horizonte mais distante, como a primeira alternativa dos países que necessitassem de liquidez com urgência. A série de crises financeiras durante os anos 1990 e a percepção de que os programas do FMI e suas condicionalidades deveriam ser evitadas motivou a criação de FRR ou de mecanismos de *swap* de moedas⁴, como a Iniciativa de Chiang Mai (FRITZ; MÜHLICH, 2019).

⁴ O mecanismo de swap de moedas normalmente é realizado por um país que não emite moeda conversível e outro que emite moeda conversível. Como os Estados-membros do Mercosul não emitem moedas conversíveis este é um instrumento que não está no horizonte do bloco.

A formação de um FRR também permitiria baixar o custo de carregamento de reservas de cada país por pelo menos dois motivos. Primeiramente, porque reduziria a quantidade necessária de reservas que os bancos centrais precisariam manter individualmente a fim de arcar com as obrigações do país, em especial as de curto-prazo (YEYATI, 2012); em segundo lugar, porque conforme o fundo se tornasse efetivo, o risco de um ataque especulativo provavelmente diminuiria, assim como a taxa de juros.

De acordo com Eichengreen (2006), o uso do FRR como seguro contra crises somente funcionaria se este não for utilizado por todos os países simultaneamente. É inegável que o fundo não é um instrumento totalmente eficaz, em especial numa crise cuja gravidade fizesse com que todos os associados precisassem de socorro financeiro simultaneamente. Todavia, o que é importante considerar, em primeiro lugar, é a capacidade financeira do fundo. É óbvio que quanto maior a sua capacidade, maior também é a possibilidade de atender ao bloco regional. Some-se a isso que, a utilização de um FRR não elimina o uso de alternativas, como acordos de *swap* entre bancos centrais ou empréstimos de instituições multilaterais.

Os benefícios do FRR também variam de acordo com o tamanho dos países. As economias menores conseguem obter mais vantagens, enquanto as maiores se beneficiam menos, pois a quantidade de fundos normalmente é menor que as suas necessidades de liquidez no momento de reação ao choque externo. O problema é que são as economias maiores que detêm a maior capacidade de contribuir com o fundo (DULLIEN ET AL, 2013, p.12).

2.3 Mercados Financeiros Regionais

Historicamente, um dos grandes obstáculos para as estratégias de desenvolvimento na América Latina foi a ausência de mecanismos de financiamento de investimento de longo-prazo, particularmente de fontes privadas de crédito. Esta lacuna foi preenchida, com exceção de alguns momentos, por meio do endividamento público junto aos mercados financeiros internacionais. Essa trajetória deixou a região em condições financeiras precárias, o que em várias ocasiões exigiram ajustes externos recessivos, quando não terminaram em crises cambiais e/ou financeiras. Nessa direção, o fortalecimento dos mercados financeiros nacionais através de arranjos regionais poderia servir de atenuante destes sintomas.

A criação de mercados de títulos em moedas locais é uma alternativa viável. Esses mercados podem oferecer liquidez à demanda por crédito sem incorrer no endividamento em divisas, evitando o risco de descasamento de moedas. Provocado pelo lançamento de títulos no mercado internacional, cujo estímulo se verifica pelas melhores condições de custo e prazo de pagamento em comparação com os mercados domésticos, o endividamento em moeda estrangeira normalmente agrava o impacto das crises externas de balanço de pagamentos, reduzindo a margem de manobra dos bancos centrais sobre a variação cambial necessária para estabilizar a economia após o choque.

Os mercados de títulos em moedas locais permitem a colocação de dívida pública em condições mais favoráveis aos governos, o que não apenas facilita o investimento público, como oferece ao setor privado um ativo com menor risco de default. Além do que, o lançamento de títulos corporativos pode facilitar o crédito da parte de empresas sem condições para acessar os mercados internacionais – principalmente médias e pequenas empresas.

No entanto, muitos países terminam por esbarrar na questão do tamanho de seus mercados nacionais. Economias relativamente pequenas enfrentam a falta de mercados secundários, no baixo número de potenciais emissores, no custo de implementação da infraestrutura necessária etc (EICHENGREEN ET AL, 2008). Sob essas condições a criação de um mercado regional pode se tornar a única opção.

Nesse caso, as iniciativas asiáticas podem servir como exemplo. Após a crise financeira de 1997-1998 e suas consequências, as economias asiáticas buscaram novas formas de integração monetária. Elas passaram a fomentar um mercado de títulos emitidos em moeda local transacionados nos mercados financeiros nacionais. Não se trata de constituir um único mercado financeiro regional, embora isto possa se materializar em algum momento, mas da criação de um acordo regional em que os recursos angariados sejam investidos em títulos públicos e privados em moeda local nos diferentes mercados financeiros nacionais. Duas iniciativas foram responsáveis por esse desenvolvimento.

Em 2003 a *Asian Bond Market Initiative* (ABMI) procurou facilitar o acesso ao mercado de títulos incentivando um número maior de emissores junto com uma maior variedade de títulos. Esses esforços focaram nos títulos em moedas locais, públicos e privados – direcionadas às médias e pequenas empresas, cujo acesso ao financiamento é mais difícil.

Ainda em 2003 criou-se o *Asia Bond Fund* (ABF) pela EMEAP⁵ cujo objetivo principal é atrair novos investidores para os mercados asiáticos, além de incentivar novos instrumentos financeiros que alimentem a liquidez destes mercados – principalmente mercados secundários para os títulos públicos e privados. Inicialmente foram investidos aproximadamente US\$ 1 bilhão em títulos emitidos localmente denominados em dólar – fundo conhecido como ABF1. Posteriormente em 2005, um novo fundo, ABF2, investiu quase US\$ 2 Bilhões em títulos em moeda local nos mercados da região (CHEY, 2009; CHAN ET AL., 2011).

Essas iniciativas serviram para aumentar a liquidez na região asiática, aprofundando e diversificando os mercados financeiros nacionais com novos instrumentos financeiros, maiores garantias de crédito, criação de sistemas regionais de avaliação de risco, fortalecimento de mercados secundários etc. Isso, na prática fez com que a emissão de títulos públicos e privados em moedas locais se tornasse uma fonte de financiamento acessível, mais segura e com menor custo.

2.4 - Arranjos Cambiais Regionais

Uma integração monetária mais efetiva possui como um dos objetivos finais a adoção de algum tipo de arranjo cambial regional. Este possui como meta primária evitar a volatilidade excessiva das taxas de câmbio entre os países membros do AMR. Além dos efeitos deletérios sobre o crescimento econômico em cada país em particular, a volatilidade cambial intra-regional compromete o comércio na região, a formação de cadeias produtivas regionais e o fluxo de capitais para região (BAER; SILVA, 2015). Deste modo, mesmo numa conjuntura internacional favorável, a volatilidade cambial precisa ser encarada como uma fragilidade importante dentro do bloco regional.

Isso se dá em razão da complexidade em torno da formação das taxas de câmbio, especialmente em um contexto em que não existe uma moeda âncora e os países membros utilizam diferentes regimes cambiais (UNCTAD, 2011). Em primeiro lugar a desvalorização unilateral do câmbio de um país membro pode formar expectativas de desvalorizações cambiais dentro do bloco em razão do comportamento de manada dos investidores. Em segundo, quando a desvalorização é seguida por políticas domésticas de

⁵ A *Executives' Meeting of East-Asia and Pacific Central Banks* é formada por 11 bancos centrais e autoridades monetárias da Ásia e do pacífico.

contenção da demanda, normalmente se produz efeitos restritivos sobre o comércio com os demais parceiros do bloco (FLITZ; MÜHLICH, 2012, p.16). Em terceiro, as perdas de vantagens competitivas dos produtores naqueles países em que a moeda se apreciou, diminuem a quantidade dos setores econômicos favoráveis ao processo de integração. A tendência é que se formem pressões políticas sobre os governos para que adotem medidas comerciais protecionistas (MACHINEA, 2003, p.10). Nesse contexto, não raro os países mais atingidos iniciam uma política de *beggar-thy-neighbour* capaz de implodir em pouco tempo qualquer acordo comercial entre os membros do bloco.

Por sua vez, num mundo com alta volatilidade dos fluxos de capitais, manter a taxa de câmbio estável não é tarefa fácil. Diferenças acentuadas nas taxas de inflação entre os países do bloco e com a conta de capitais aberta, o desafio se torna ainda maior (FLASSBECK, 2006). Expectativas de valorização da moeda, por exemplo, pode concentrar a entrada de capitais de curto-prazo em um determinado país, criando sérios desequilíbrios entre os demais países membros.

3 – APLICAÇÃO NO MERCOSUL

Tendo em vista as colocações anteriores, podemos analisar como as modalidades de AMR são compatíveis e/ou desejáveis para serem efetuadas na fase atual do Mercosul. As modalidades citadas acima serão vistas como um suporte regional dessa estratégia.

No caso dos sistemas de pagamento regionais, o Mercosul já possui uma iniciativa em operação que é o Sistema de Moedas Locais (SML). O plano envolve Brasil, Argentina, Uruguai e Paraguai, cujos bancos centrais compensam diariamente os pagamentos através de uma taxa de câmbio ajustada também diariamente. Com isso, as operações são efetuadas por moedas locais, sem uso do dólar. Porém, o SML possui um alvo – pequenas empresas – e um tipo de operação – operações de compra e venda de mercadorias e serviços – muito restritos. Isso explica o baixo volume de recursos utilizado em relação ao total do comércio entre as duas maiores economias do bloco.

Ainda assim, dado sua baixa necessidade de cooperação, o sistema pode servir como passo inicial para ações regionais mais ambiciosas. Sua maior abrangência, incluindo os demais países do Mercosul, e a maior promoção do acordo pelos países signatários faria com que ganhasse escala para se expandir para outros segmentos da economia, que não seus usuários atuais, as pequenas e médias empresas. Ou seja, além

de tornar as transações mais baratas e possibilitar um comércio em moedas locais, serviria de aprendizado para construção de instituições regionais mais complexas.

É possível, ainda que de forma inicial⁶, avaliar o quanto que os países do Mercosul economizariam caso adotassem um mecanismo de pagamentos regionais de maneira a efetuar todo o comércio intra-bloco em moedas locais. Isso pode ser feito considerando o funcionamento de um acordo semelhante ao descrito na seção 2.1. Analisando o período entre 2018 e 2021, a Argentina exportou para os países do MERCOSUL um total de US\$ 48.849 milhões e importou um total de US\$ 57.465 milhões (Ver Tabela 1).

Tabela 1- Saldo Comercial da Argentina com o Mercosul (em US\$)

	2018	2019	2020	2021
Exportações	11.769.253.894	12.538.430.461	9.972.486.739	14.568.990.828
Importações	18.226.526.785	12.158.523.634	11.226.829.319	15.854.090.968
Saldo	-6.457.272.891	379.906.827	-1.254.342.580	-1.285.100.140

Fonte: UN ComTrade

Conforme podemos constatar, sem a presença de um sistema de pagamentos regionais, os argentinos foram obrigados adquirir no mercado internacional os dólares necessários para pagar suas importações. Caso houvesse um acordo regional cuja compensação do saldo líquido fosse anual, em 2018, por exemplo, a Argentina teria necessitado pagar cerca de US\$ 6.457 milhões no comércio intra-bloco. Como o acordo não existe, o país foi obrigado a utilizar US\$ 18.226 milhões. Seguindo esta linha de raciocínio, a Argentina poderia ter utilizado apenas US\$ 8.616 milhões durante todo o período no para saldar suas obrigações com o comércio intra-bloco ao invés dos cerca US\$ 57.465 milhões que foi obrigada a utilizar.

Para o caso brasileiro é possível verificar que o acordo seria extremamente vantajoso. O país obteve um superávit comercial em três dos quatro anos, de forma que apenas receberia o diferencial positivo em 2018, 2019 e 2020, cerca US\$ 6.400 milhões. Apenas em 2021 seria necessário utilizar por volta de US\$ 47 milhões para saldar seu comércio intra-bloco.

⁶ Cada país do MERCOSUL possui uma legislação própria sobre o acesso aos mercados de câmbio, de forma que os custos envolvidos nestas operações são diferenciados em cada país. Uma análise que englobe todos estes custos foge do escopo deste trabalho.

Tabela 2 - Saldo Comercial do Brasil com o Mercosul (Em US\$)

	2018	2019	2020	2021
Exportações	21.408.159.37 4	15.169.694.29 7	13.185.093.90 7	18.076.066.51 4
Importações	15.741.207.32 2	15.137.028.02 9	12.482.494.60 8	18.123.667.70 7
Saldo	5.666.952.052	32.666.268	702.599.299	-47.601.193

Fonte: UN ComTrade

Os sócios menores do MERCOSUL também seriam beneficiários do acordo. Todos eles possuem um déficit comercial estrutural com relação ao bloco (principalmente em suas relações com Brasil e Argentina). Portanto, apesar do pouco alcance e das dificuldades de operação, o SML é um avanço para o comércio entre Brasil e Argentina e deverá ser aplicado a todos os membros do MERCOSUL.

Em relação ao fundo de reservas é preciso observar que na América Latina já existe em funcionamento o *Fondo Latinoamericano de Reservas* (FLAR), cujos objetivos principais são: i) socorrer os associados com concessão de créditos no momento de uma crise externa; ii) melhorar as condições de investimento das reservas internacionais assumidos pelos países associados, e iii) contribuir para a harmonização das políticas cambial, monetária e financeira dos países associados (YEYATI, 2012; FERNANDES E WEGNER, 2017). Os empréstimos são efetuados de maneira proporcional à contribuição de cada associado, com condicionalidades mínimas e, a fim de evitar comprometer a sua solvência ou *rating* de crédito, o nível de alavancagem é baixo.

Por sua vez, na principal atribuição do FRR, o socorro financeiro em momentos de crises no balaço de pagamentos, o FLAR está muito limitado em razão da sua baixa capacidade financeira: a instituição possui no presente cerca de US\$ 3,6 bilhões em reservas. Isso é surpreendente, haja vista o histórico de crises externas que as economias latino-americanas têm sofrido nas últimas décadas. A dependência do FMI nestes casos deveria servir de alerta, assim como serviu para as economias da Ásia desde sua atuação desastrosa na crise que varreu o continente (1997-1998) ou mesmo pela forma ineficiente como a instituição respondeu à crise de 2008 (FERNANDES, 2012; OCAMPO, 2022). Por isso, a criação de um fundo de reservas do Mercosul poderia cumprir função de destaque na região.

Não restam dúvidas, como mostra a tabela abaixo, que caberia ao Brasil a iniciativa fundamental para a criação de um FRR, possivelmente nos moldes do FLAR⁷, que atendesse as economias do Mercosul⁸. O país é atualmente um dos maiores detentores de reservas internacionais do mundo, estando, de acordo com a tabela 3, extraordinariamente à frente dos demais membros do bloco. Contraditoriamente, por este mesmo motivo, o Brasil também seria o país que a princípio menos se beneficiaria com a formação do FRR. Dizemos “a princípio” porque a redução da vulnerabilidade no Mercosul advinda do FRR é evidentemente fundamental para o Brasil, que mantém superávits comerciais com todos os países do bloco.

Tabela 3 - Reservas Internacionais (em US\$ milhões)

	2019	2020	2021	2022
Argentina	44,355	40.519	40.582	40.519
Brasil	374.715	356.884	355.620	324.703
Paraguai	7.717	9.202	9.661	9.825
Uruguai	14.489	16.250	16.952	15.119
Venezuela	6.633	6.317	10.917	9.924

Fonte: Bancos Centrais da Argentina, Brasil, Paraguai, Uruguai e Venezuela

Desse modo, ao invés de uma função complementar ao FMI, do nosso ponto de vista, o FRR poderia ser a primeira opção de liquidez aos países do Mercosul, já que isso permitiria uma maior autonomia das políticas macroeconômicas, dado o histórico de interferência do FMI na América Latina. Basta lembrar os embates políticos entre a Argentina e o FMI ocorrido em 2021-2022 para realização do último acordo de ajuda financeira (30-month Extended Fund Facility) (FERNANDES ET AL, 2022)

⁷ Devido a sua baixa capacidade financeira o FLAR sequer vislumbra a possibilidade de complementar o papel do FMI.

⁸ Em agosto de 2011 durante uma reunião com ministros da Economia e presidentes de Bancos Centrais dos doze membros da UNASUL em Buenos Aires, em que se debatia a crise nos Estados Unidos e na União Europeia, o então Ministro da Fazenda Guido Mantega anunciou que negociava a entrada do Brasil no FLAR. Entretanto, as conversas não continuaram. (FERNANDES; WEGNER, 2017).

A menor dependência do FMI seria uma vantagem considerável, pois a utilização dos seus recursos sempre vem acompanhada das condicionalidades e o monitoramento da economia. A outra vantagem a considerar é que o FRR pode ser constituído mesmo com um baixo nível de coordenação macroeconômica regional (FRITZ; MUHLICH, 2012; OCAMPO, 2020).

Quanto à criação de um mercado regional de títulos, este poderia contribuir para criação de fontes alternativas de liquidez, principalmente para os países com mercados financeiros pouco desenvolvidos. A emissão de títulos públicos em moedas locais nos mercados nacionais, a semelhança dos países asiáticos, fomentaria um circuito financeiro regional que criaria uma alternativa aos investidores privados dos demais países, podendo incentivar a emissão de títulos corporativos.

O fomento de instrumentos de liquidez em moeda local teria um grande apelo na região devido a sua estrutural escassez de dólares enfrentada pelos países membros⁹. O lançamento de títulos de dívida em moedas locais permitiria o financiamento de projetos de infra-estrutura e de adensamento de cadeias produtivas regionais, além de atender às demandas por financiamentos nacionais.

O Mercosul é pautado pelo pouco desenvolvimento dos mercados financeiros regionais – talvez com exceção do Brasil – e pela quase inexistência de transações financeiras entre os países membros do bloco. Além disso, seus mercados financeiros são caracterizados pela baixa liquidez: ausência de crédito de longo prazo, sobretudo de fonte privada. O crédito se baseia em instrumentos financeiros de curto e médio prazos, em grande parte dolarizados, cujos títulos são na grande maioria públicos, sendo o mercado brasileiro uma exceção. (FANELLI, 2008).

Por outro lado, a considerável integração com o mercado internacional através da abertura de suas contas-capital contrasta com o reduzido fluxo de capitais intra-regional. Conforme podemos verificar na Tabela 4, a Argentina destinou apenas US\$ 425 milhões ao Brasil, que por sua vez aplicou no país vizinho um montante irrisório de US\$ 77 milhões. Os fluxos dos maiores países para Uruguai, Paraguai e Venezuela, são irrisórios, como o são os investimentos destes três últimos entre si e em direção as economias maiores do bloco,

⁹ A Venezuela era uma exceção até o início das sanções econômicas, especialmente no setor de petróleo, liderados por Washington para asfixiar a economia venezuelana.

Tabela 4 - Total de Investimentos em Portfolio no Exterior (em US\$ milhões)

	Argentina	Brasil	Paraguai	Uruguai	Venezuela
Argentina	----	425	0	8	8
Brasil	77	----	18	89	0
Paraguai	n.d.	n.d.	-----	n.d.	n.d.
Uruguai	220	659	1	-----	151
Venezuela	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-----

Fonte: FMI. Coordinated Portfolio Investment Survey. Dados para Argentina: Dez/2021; Brasil: Jun/2021, Uruguai: Dez/2020.

A existência de uma enorme discrepância entre os mercados financeiros dos membros do Mercosul, é um obstáculo considerável às iniciativas financeiras regionais no curto prazo, mas pode também encobrir uma grande demanda financeira em potencial que sirva de incentivo para ações de mais longo prazo.

O baixo nível de desenvolvimento dos mercados paraguaio e venezuelano termina por inibir iniciativas nacionais que muitas vezes estimulam a saída de capitais nacionais em busca de ativos financeiros nos mercados internacionais. A experiência histórica do Uruguai como centro financeiro regional na Bacia do Prata esbarra com a pequena escala de seu mercado financeiro nacional. O mercado argentino, embora tradicional e com escalas não desprezíveis, se encontra ainda fragilizado devido a instabilidade monetária e ao peso de sua dívida externa. Nesta situação, o país em melhores condições para servir de condutor deste processo, mais uma vez, seria o Brasil.

Entretanto, mesmo possuindo um mercado financeiro mais diversificado cujo volume de recursos transacionados supera os demais membros do bloco, a lucratividade excepcional proporcionada por uma taxa de juros consistentemente mais elevada que a dos demais mercados financeiros regionais, e a institucionalidade do mercado cambial que estimula aplicações especulativas de curto prazo, podem reduzir o incentivo a criação de um mercado de títulos regional.

O desafio em médio prazo é tentar regionalizar a elevada demanda existente por ativos externos dos países do Mercosul. Para isso, seria necessário a criação de uma complexa infra-estrutura financeira regional por meio da instituição de mecanismos

regionais de pagamento, sistemas de compensação, centralização de operações financeiras e mercados de títulos em diversas moedas locais.

Por fim, os acordos de câmbio em uma região historicamente açoitada por choques externos e moedas frágeis, como no caso da América Latina, podem contribuir para redução da volatilidade cambial.

Institucionalmente, a questão do arranjo cambial regional foi levantada em 1993 no âmbito do subgrupo de trabalho “Coordenação de Políticas Macroeconômicas” vinculado ao Grupo do Mercado Comum do Tratado de Assunção (Anexo V). A proposta defendida pelas autoridades brasileiras previa bandas de flutuação que teriam por base de determinação as taxas reais bilaterais. A ideia era justamente evitar as desvalorizações competitivas, uma vez que o acordo previa penalizações para quem desvalorizasse o câmbio. Porém, a proposta foi recusada (BICHARA *ET AL*, 2006; OCAMPO, 2020).

A crise econômica do Brasil que, em janeiro de 1999, provocou a forte desvalorização do real é um exemplo claro a respeito das graves consequências que a falta de coordenação cambial pode acarretar. A desvalorização, que não foi discutida com os Estados-membros do Mercosul, teve impacto considerável na política de *currency board* argentina inaugurada em 1991 e que mantinha o peso sobrevalorizado. Em dezembro de 2001, com a Argentina envolta numa crise econômica sem precedentes, o peso também passou a flutuar. De acordo com Carvalho (2006) as autoridades argentinas afirmavam que o regime cambial poderia ser mantido caso o Brasil fosse convencido em adotar o *currency board* ao invés de deixar o real flutuar. Tal medida não foi cogitada pelas autoridades brasileiras, até porque entendemos que não havia condições de manutenção do regime de ancoragem cambial que o Brasil até então adotava, mas o caso ilustra a relevância de se alcançar algum arranjo cambial para que o Mercosul possa avançar na integração.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como este artigo buscou mostrar, os ARM podem motivar um cenário econômico mais propício ao desenvolvimento econômico. Isso advém com a instituição de mecanismos que alavanquem o comércio, reduza a vulnerabilidade externa e incentive a criação de instrumentos para o financiamento de longo prazo. Os AMR ainda podem reduzir a dependência das instituições multilaterais, em especial do FMI, cuja história de

ingerência na América Latina sempre foi bastante criticada por amplos setores da região. Portanto, a incapacidade das instituições financeiras internacionais para enfrentar a recente crise financeira internacional deveria servir de estímulo para ultrapassar as barreiras à criação de arranjos monetários.

Ou seja, o desenvolvimento de AMR criaria oportunidade para objetivos mais avançados do que a mera liberalização comercial. Entretanto, é surpreendente notar que, passados mais de trinta anos desde a criação do Mercosul, os países membros ainda não conseguiram colocar em prática qualquer acordo de coordenação macroeconômica específica que envolvesse todo o bloco. Ao longo desse período, os países enfrentaram crises graves, como o caso da desvalorização do real em janeiro de 1999 ou a atual crise em torno da dívida externa argentina, que poderiam ser atenuadas caso algum acordo estivesse em vigência. Na realidade, os ARM demandam um esforço político que o Mercosul ainda prescinde.

REFERÊNCIAS

ARAGÃO, José Maria (1984). Los Sistemas de Pagos Latinoamericanos. Integración Latinoamericana, N° 94.

BAER, Werner e SILVA, Peri (2015). Mercosul: Its Successes and Failures During Its First Two Decades. Latin American Business Review, 15:3-4.

BICHARA, Julimar da Silva et al (2006) Algumas considerações sobre os processos de integração monetária em regiões emergentes: os casos recentes do ASEAN+3 e do Mercosul Revista Jurídica, Brasília, v. 8, n. 78, abr/mai.

CARVALHO, Fernando j. Cardim de (2006). Perspectives for a monetary union between Argentina and Brazil. In: FRITZ, Barbara; METZGER, Martina (Org.). *New Issues in Regional Monetary Coordination*. 1ed.Londres: Palgrave/Macmillan.

CEPAL [1959] (2000). A Significação do Mercado Comum no Desenvolvimento Econômico da América Latina. In: Bielschowsky, Ricardo (org.). Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL. Record

CEPAL (2006) Estudio Económico de América Latina y el Caribe- 2005-2006". Disponível em: <<http://www.cepal.org/>>. Acesso em: dezembro de 2014.

CHAN, Eric, CHUI, Michael, PACKER, Frank e REMOLONA, Eli. (2011) Local currency bond markets and the Asian Bond Fund 2 Initiative. BIS Papers No 63

CHEY, Hyoung-Kyu. (2009) The Changing Political Dynamics of East Asian Financial Cooperation: The Chiang Mai Initiative. *Asian Survey*, Vol. 49, No. 3.

DULLIEN, Sebastian et al (2013). Regional Monetary Cooperation: Lessons from the EuroCrisis for Developing Areas? *World Economic Review* 2.

EICHENGREEN, Barry (2006). Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America? University of California, Berkeley, jul. NBER Working Paper No. 12451. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w12451>>. Acesso em: 01/2015.

EICHENGREEN, Barry, PANIZZA, Ugo e BORENSZTEIN, Eduardo. (2008). Prospects for Latin American Bond Markets: A Cross-Country View. In: BORENSZTEIN ET AL. *Bond markets in Latin America : on the verge of a big bang?* MIT Press.

FANELLI, José Maria. (2008). Mercosur: Integración y Profundización de los Mercados Financieros. *Série Red Mercosur* N. 9.

FERNANDES, Marcelo Pereira (2012) O papel de supervisor do Fundo Monetário Internacional e a crise financeira do subprime. *Carta Internacional (USP)*, v. 7.

FERNANDES, Marcelo Pereira; WEGNER, Rubia Cristina (2017). Cooperação financeira regional: uma avaliação sobre o Fundo Latino-Americano de Reservas e o papel do Brasil. *Geosul*, v. 32, p. 11-29.

FERNANDES, Marcelo Pereira ET AL (2022). O Novo Acordo da Argentina com o FMI. *BRAZILIAN KEYNESIAN REVIEW*, v. 8, p. 248-257.

FLASSBECK, Heiner (2004). “Exchange Rate Management in Developing Countries: The Need for a Multilateral Solution”. In: FRITZ, Barbara; METZGER, Martina (Org.). *New Issues in Regional Monetary Coordination*. 1ed. Londres: Palgrave/Macmillan.

FRITZ, Barbara e MÜHLICH, Laurissa (2019). Regional Financial Arrangements in the Global Financial Safety Net: The Arab Monetary Fund and the Eurasian Fund for Stabilization and Development. *Development and Change*, 50(1), 96–121.

FRITZ, Barbara e MÜHLICH, Laurissa (2012). “Varieties of regional monetary cooperation: a tool for reducing volatility in developing economies?” Disponível em: <http://daadpartnership.htw-berlin.de/fileadmin/Workshops/2012_Berlin/Papers/Fritz_Muehlich_Varieties_Regional_MonetaryCooperation_092012.pdf>. Acesso em: dez de 2018.

FRITZ, Barbara e MÜHLICH, Laurissa (2006). “Regional Monetary Integration among Developing Countries: New Opportunities for Macroeconomic Stability beyond the Theory of Optimum Currency Areas?” *GIGA Research Programme: Transformation in the Process of Globalisation*, nº38.

HADDAD, Fernando; GALÍPOLO, Gabriel (2022).

INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK (IADB). (2010). *MERCOSUR* (Report No. 14). Washington, DC: Inter-American Development Bank.

MACHINEA, José Luis (2003). “La inestabilidad cambiara en MERCOSUR: causas, problemas y posibles soluciones”. MERCOSUR en busca de una nueva agenda: Fundación Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 5 y 6 de junio.

MINISTÉRIO DA FAZENDA (2023). “Gabriel Galípolo explica a moeda comum entre Brasil e Argentina”. Disponível em: < <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/janeiro/gabriel-galipolo-explica-a-moeda-comum-entre-brasil-e-argentina>> Acesso em: fev de 2023.

OCAMPO, José Antonio (2006), “La cooperación financiera regional: experiencias y desafíos”. In: OCAMPO, José Antonio (Org.). *Cooperación financiera regional*. Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

OCAMPO, José Antonio (2020). La cooperación financeira internacional frente a la crisis económica latino-americana. Revista de la CEPAL N° 131.

YEYATI, Eduardo Levy (2012). Fondo Latinoamericano de Reservas: Diagnóstico y Recomendaciones. Documento de discusión No. 2. FLAR, set.

UNCTAD (2011) Regional Monetary Cooperation and Growth-Enhancing Policies: The New Challenges for Latin America and the Caribbean. Study prepared by the secretariat of the United Nations Conference on Trade and Development. United Nations, New York and Geneva, 2011.

VIEIRA, Mauro (2023). “Acordo do Uruguai com a China seria destruição do Mercosul, diz chanceler”. *Folha de São Paulo*. Mundo. São Paulo 21.jan. Disponível em:< <https://www1.folha.uol.com.br/mundo/2023/01/acordo-do-uruguai-com-a-china-seria-destruicao-do-mercosul-diz-chanceler.shtml> >