

INTEGRAÇÃO MONETÁRIA NO MERCOSUL: GANHOS COM MENORES CUSTOS DE TRANSAÇÃO?*

Leonardo Chagas[§]
Renato Baumann[□]

RESUMO

A redução dos custos de transação é um dos benefícios mais citados na literatura sobre ganhos e perdas de uma moeda única. Este artigo busca estimar quais seriam os custos de transação que poderiam ser economizados pela economia brasileira, caso fosse adotada uma moeda única no Mercosul. Os resultados obtidos apontam uma economia, em termos de valor presente, de pouco mais de 5 bilhões e 500 milhões de dólares norte-americanos. Este montante refere-se aos custos de transação que o setor real da economia deixaria de transferir ao setor financeiro.

Palavras-chave: integração regional, áreas preferenciais de comércio, uniões monetárias, Mercosul, custos de transação.

ABSTRACT

The reduction of transaction costs is one of the most cited benefits of a currency union. This paper aims to calculate the amount of transaction costs that could be saved by the Brazilian economy after the adoption of a single currency in Mercosur. The results point to savings, in present value terms, of around five billion and five hundred thousand US dollars. These are the transaction costs that the real sector would not transfer anymore to the financial sector.

Key words: regional integration, preferential trade areas, currency unions, Mercosur, transaction costs.

JEL classification: F15.

* As opiniões expressas neste artigo são estritamente pessoais e podem não corresponder à posição das instituições a que os autores são afiliados. Os autores agradecem os valiosos comentários dos pareceristas. Agradecem ao Banco Central do Brasil pelo fornecimento de dados essenciais à realização deste trabalho. Qualquer erro remanescente no texto é de responsabilidade dos autores.

§ Servidor da Secretaria do Tesouro Nacional, em exercício na Casa Civil da Presidência da República. Endereço para contato: Palácio do Planalto, anexo III, ala "A", superior, sala 212. CEP: 70.150-900. E-mail: llclondres@hotmail.com.

□ Diretor da CEPAL no Brasil e professor da Universidade de Brasília. E-mail: renato.baumann@cepal.org.
Recebido em janeiro de 2005. Aprovado em fevereiro de 2007.

1 INTRODUÇÃO

Desde o início da aproximação formal entre os países do Cone Sul, em meados da década de 1980, tem-se cogitado de forma recorrente que a consolidação do processo de integração econômica entre esses países seria mais provavelmente alcançada se estivesse vinculada à meta de criação de moeda comum.

A discussão sobre quais países ou regiões deveriam adotar uma moeda comum encontra seu marco teórico nos debates sobre áreas monetárias ótimas. As teorias desenvolvidas a esse respeito remontam aos trabalhos de Robert Mundell (1961), Ronald McKinnon (1963) e Peter Kenen (1969).

A literatura sobre uniões monetárias enfatiza um dos benefícios derivados da moeda comum: a redução dos custos de transação. No caso do Mercosul, no entanto, a discussão existente até aqui não tem se detido sobre a estimativa de quais poderiam ser esses ganhos, pois na literatura não existe nenhuma estimativa sobre os custos das transações cambiais entre o Brasil e os outros países do Mercosul. Obter tal custo, necessário para uma análise mais aprimorada dos custos e benefícios da adoção de uma moeda única no Mercosul, é o objetivo do presente trabalho.

Apresentamos um exercício quantitativo que dá uma noção aproximada da importância relativa dos custos de transação para a economia brasileira no Mercosul, possibilitando inferir quais poderiam ser os ganhos obtidos com sua eventual eliminação. A metodologia empregada é a mesma utilizada por Emerson *et al.* (1992), que estimou os custos de transação que seriam eliminados com a adoção do Euro na Europa.

Uma união monetária é composta de uma política cambial conjunta (fixando as paridades entre as moedas), da integração do mercado de capitais (livre movimentação de capitais entre os países participantes), da coordenação das políticas monetárias (com o objetivo de ter taxas de inflação iguais dentro do bloco), da adoção de uma moeda comum e da criação de um banco central comum (que disciplinaria o processo de emissão da moeda comum).

Existem diversos custos e benefícios previsíveis para os países e/ou regiões que formarem uma união monetária. A literatura a respeito enfatiza os seguintes custos potenciais:

- 1) custos de assimetria;
- 2) risco de perda de credibilidade por *default* de país membro;
- 3) perda de ganhos com imposto inflacionário;
- 4) perda da possibilidade de usar o câmbio para corrigir problemas no comércio exterior;
- 5) possível concentração de recursos;
- 6) custos do processo de transição e de harmonização.

E os benefícios potenciais mais freqüentemente considerados são:

- 1) redução dos custos de transação;
- 2) aumento do comércio regional devido à estabilidade cambial;
- 3) menor variabilidade de preços relativos, caso exista um banco central único e independente – credibilidade no combate à inflação;
- 4) maior união política e ganhos estratégicos;
- 5) alocação mais eficiente de recursos;
- 6) redução do risco-país e das taxas de juros;
- 7) proteção contra ultrapassagens cambiais – menor necessidade de reservas;
- 8) maior escala de produção – maior competitividade e atração de investimentos.

No entanto, quase todos os custos e benefícios potenciais listados acima dependem de outros fatores. O único benefício que é uma certeza e não depende de outros fatores, além da simples unificação monetária, é a redução dos custos de transação. Além disso, a redução dos custos de transação tem um efeito dinâmico muito importante sobre a criação de comércio e crescimento econômico, apesar de não ser quantificado neste estudo. De fato, os argumentos vão além dos expostos. Por exemplo, ao se examinar a história da unificação europeia, fica claro que razões políticas podem ser mais importantes que razões econômicas. Mas a vontade política que permite prosseguir no processo de unificação monetária terá mais força se os agentes se convencerem de que os benefícios são superiores aos custos. Isso reforça a relevância do debate no caso do Mercosul.

Este artigo está estruturado em quatro seções, iniciando-se por esta Introdução. A Seção 2 traz uma breve resenha do tratamento desse tema em relação ao caso do Mercosul, mostrando como uma união monetária na região tem sido considerada. A Seção 3 apresenta as estimativas do cálculo de redução dos custos de transação e a última seção apresenta as principais conclusões.

2 O DEBATE SOBRE UNIÃO MONETÁRIA NO MERCOSUL

O Mercosul foi criado pelo Tratado de Assunção em 26 de março de 1991, tendo como países membros a Argentina, o Brasil, o Uruguai e o Paraguai. Os objetivos formalmente explicitados no tratado são criar um mercado comum, adotar uma política externa comum, coordenar políticas e harmonizar legislações visando uma maior integração. Embora o Tratado de Assunção se refira à construção de um Mercado Comum, o Mercosul é considerado uma União Aduaneira incompleta, dados os problemas existentes em sua Tarifa Externa Comum, vigente desde 1º de janeiro de 1995.

Com relação à possibilidade de adoção de uma moeda comum por parte dos países do Mercosul, Mundell, em 2000,¹ ponderou que as taxas de juros poderiam cair a níveis próximos do observado nos Estados Unidos. Para McKinnon (2000), Mundell não era favorável a uma dolarização, apenas defendia a necessidade de união política e estabilidade financeira para a existência de uma união monetária na América do Sul. No entanto, existem argumentos contrários à formação de uma área monetária comum no Mercosul, baseados nas teses contidas no modelo de Mundell dos anos 60. Segundo esses argumentos, não existe mobilidade do fator trabalho no Mercosul, portanto o Mercosul não pode ser uma Área Monetária Ótima - AMO.

Giambiagi e Barenboim (2002) concordam com a hipótese de que Argentina e Brasil não atendem aos critérios para formação de uma área monetária ótima porque não oferecem as condições básicas de relação entre custos, existe baixa correlação entre choques e não há acordos institucionais para alocar os ganhos com “senhoriagem”.

Para Rigolon e Giambiagi (1999), o Mercosul removeu barreiras que limitavam o comércio intra-regional, mas o aprofundamento do processo de integração parece requerer uma maior coordenação macroeconômica, sendo a unificação monetária uma alternativa de longo prazo para esse objetivo. Esse caminho proporcionaria maior credibilidade da política monetária, graças à criação de um banco central independente, à eliminação da incerteza cambial no interior da região e à redução dos custos de transação, o que incentivaria o crescimento do comércio e aumentaria a eficiência microeconômica.

Os custos se resumiriam àqueles causados pela perda da capacidade de utilizar as políticas monetárias e cambiais de forma independente: como o Mercosul não seria uma AMO, esses custos

1 Mundell fez essa consideração durante palestras no Brasil, conforme a edição de 9 de maio de 2000 do *Financial Times*.

seriam grandes. No entanto, Giambiagi e Rigolon defendem que o Mercosul pode se tornar uma AMO após a integração monetária, pois os critérios para isso são endógenos.² Além disso, as economias da região tendem a aumentar cada vez mais seus fluxos comerciais (ficando mais abertas), a flexibilizar seu mercado de trabalho e a se tornarem-se mais similares, à medida que aumenta o processo de integração.

Hawkins e Masson (2003) listam 13 propostas, políticas e/ou acadêmicas, de áreas monetárias regionais e citam estudo de Bayoumi e Einchengreen (1994) que conclui pela não existência de uma área monetária ótima nas Américas,³ segundo os critérios tradicionais da teoria de áreas monetárias ótimas. Já Alesina e Barro (2001) dizem haver uma área para o dólar que vai do Canadá até partes da América do Sul.

Levy-Yeyati e Sturzenegger (2000), Arroyo (2002) e Berg *et al.* (2002) concluem que o Mercosul não é uma área monetária ótima, sendo que o primeiro estudo sugere a adoção do dólar dos Estados Unidos como forma de a região ganhar credibilidade. As principais razões apontadas para o Mercosul não constituir uma área monetária ótima são a pouca mobilidade de mão-de-obra, grandes diferenças de renda, pouca similaridade de choques, pouco comércio intrablocos, ciclos de negócios não coordenados e a ausência de uma moeda que pudesse garantir credibilidade para a moeda comum.

Arestis e Paula (2003) defendem a necessidade de se contar com instituições “corretas” para atingir maiores níveis de emprego após um processo de união monetária. Para exemplificar, os autores comparam o Mercosul à zona do Euro. Com base nessa comparação e nas teorias originárias da literatura de áreas monetárias ótimas, os autores dizem que o mercado de fatores do Mercosul não é suficientemente unificado para atender aos critérios de uma AMO, além do volume de comércio intra-Mercosul ser ainda muito baixo. Ou seja, para os autores, o Mercosul não satisfaz as condições para a adoção de uma moeda única: “*A monetary union requires achieving some convergence in terms of preferences between inflation and unemployment, among other macroeconomic variables. Although the process of democracy is consolidating in the Southern countries of Latin America, they are still far from a most balanced political system, mainly in the two bigger countries, Brazil and Argentina*” (Arestis e Paula, 2003, p. 13).

Arestis e Paula (2003) sustentam ainda que o modelo adotado na união monetária européia não serviria de base para o Mercosul, porque os problemas sociais dos países do Mercosul são bem maiores que aqueles da zona do Euro. Assim, as políticas de contenção inflacionária nos moldes do adotado com o Euro representariam um custo social maior, no caso do Mercosul. Seria necessário um mecanismo de transferências fiscais, do qual dificilmente os países do Mercosul conseguiriam dispor.

Dorrucci *et al.* (2002) criaram um índice para medir o grau de integração institucional que compreende os estágios tradicionais – área de livre comércio, união aduaneira, mercado comum, união econômica e união monetária. Além disso, criaram outro índice para aferir o grau de integração econômica, utilizando medidas de integração financeira, monetária e real sugeridas pelas teorias de áreas monetárias ótimas. Os autores aplicaram esses índices ao Mercosul, utilizando a União Européia como parâmetro e chegaram a duas conclusões importantes: a) no caso da União Européia, houve uma clara relação entre o desenvolvimento institucional e o econômico durante o processo de integração. Além disso, a relação de causalidade foi nos dois sentidos, ou seja, quanto

2 Idéia inicialmente desenvolvida por Frankel e Rose (1996).

3 Bayoumi e Einchengreen usaram uma abordagem com vetores auto-regressivos e concluíram que apenas três conjuntos de países seriam uma área monetária ótima: na Europa, apenas Áustria, Bélgica, Dinamarca, França, Alemanha, Holanda e talvez a Suíça; no nordeste da Ásia seriam o Japão, a Coreia do Sul e Taiwan, e no sudeste asiático, Hong Kong, Indonésia, Malásia, Cingapura e talvez Tailândia.

mais institucionalmente integrados mais economicamente integrados ficavam os países europeus e vice-versa, e b) o grau de integração do Mercosul, medido pelo índice de Dorrucci *et al.* (2002), atingiu, em fins de 2001, uma posição similar à que a Europa já havia atingido desde meados da década de 1960.

Dois dos problemas apresentados para esse baixo índice de integração do Mercosul, segundo Dorrucci *et al.*, seriam a existência de uma lista de exceções à TEC e o fato de o Mercosul ter caráter intergovernamental e não supranacional.

3 A REDUÇÃO DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO COM UMA MOEDA COMUM NO MERCOSUL

3.1 Estimativas anteriores para a Europa

Os trabalhos relativos aos potenciais ganhos e custos de uma união monetária apontam a redução dos custos de transação como um dos principais benefícios. Esses custos são relativos às taxas e comissões pagas, basicamente para trocas de moedas de diferentes países e para realização de operações de *hedge* cambial. A consequência de menores custos de transação é uma maior eficiência produtiva. Quanto mais integrados comercialmente forem os países envolvidos, maior será este benefício. Dito de outra forma, quanto menor e mais aberto o país, mais representativos serão esses custos de transação, caso sua moeda não tenha curso fácil nas transações internacionais.

A redução de custos de transação representa, segundo trabalho de Claassen (1997), entre 0,25% e 0,5% do PIB da Comunidade Européia. Emerson *et al.* (1992) fizeram uma estimativa dos custos de transação que seriam eliminados com a adoção de uma moeda única na Europa, uma década antes deste fato se tornar realidade. Os autores utilizaram como base um estudo feito pelos bancos centrais de 20 países, em conjunto com o Banco para Compensações Internacionais – BIS, que reuniu dados das operações do mercado cambial dos países participantes. Somando todos os custos envolvidos, que poderiam ser economizados, Emerson *et al.* chegaram ao seguinte resultado:

Tabela 1 – Economia de custos prevista com a adoção de moeda única européia – (em bilhões de ECU, 1990)

Transferências bancárias	6,4 a 10,6
Cheques de viagem, cartões de crédito, etc	1,8 a 2,5
Custos internos das firmas	3,6 a 4,8
Custos de pagamentos ao exterior	1,3
Total	13,1 a 19,2

Fonte: Emerson *et al.* (1992).

Como o PIB dos 12 países europeus estudados em 1988 era de 4 trilhões de ECU, os custos calculados como proporção do PIB estariam entre 0,32% e 0,47%.

3.2 Mercado cambial brasileiro

As maiores limitações para uma quantificação desse tipo são a inexistência de alguns dados e o próprio número de informações necessárias, que é bastante grande. Dessa maneira, volumes precisos e quantificações exatas não são possíveis, sendo necessário assumir diversas hipóteses e fazer algumas extrapolações.

Deve-se ter em mente que alguns custos permaneceriam mesmo com a adoção de uma moeda única, pois seriam relativos ao caráter internacional da transação. Dentre esses, temos: avisos, entregas de documentos, abertura e manutenção de conta-corrente em território estrangeiro, cobranças de exportação, despesas de telecomunicações, garantias, despesas bancárias de repasses, ordens de pagamento e tarifas incidentes sobre operações de comércio exterior.

As principais fontes de dados utilizadas foram o *Relatório Trimestral da Análise do Mercado de Câmbio*, do Banco Central do Brasil; o Banco do Brasil,⁴ e a base de dados do Departamento de Câmbio do Banco Central do Brasil.⁵

Antes de prosseguirmos, é necessário entender melhor o mercado cambial, que, até fevereiro de 2005,⁶ era composto por dois segmentos: Livre e Flutuante. Essa diferenciação existia por razões históricas, mas a contabilidade dentro de uma instituição bancária era única para os dois segmentos. No segmento Livre, o maior dos dois, estavam as transações cambiais geradas por importações, exportações, ingressos financeiros e remessas financeiras. No Brasil, este segmento somou US\$ 917,4 bilhões em 2003. No segmento Flutuante estavam os ingressos financeiros e remessas financeiras divididos em dois grandes grupos: Operações com Clientes e Operações entre Instituições.⁷ Este segmento teve um volume de transações, em 2003, de US\$ 26,3 bilhões.

Além dessa distinção, o mercado de câmbio era separado entre mercado primário e mercado secundário. Por mercado primário, são consideradas as operações originárias com moedas, enquanto o mercado secundário é, grosso modo, o mercado interbancário. A Tabela 2 ilustra a inter-relação dessas classificações e apresenta os totais, em bilhões de dólares, movimentados em 2003:

Tabela 2 – Mercado de câmbio – US\$ bilhões – 2003

	LIVRE	FLUTUANTE	Total
SECUNDÁRIO	644,1	2,4	646,5
PRIMÁRIO	273,3	23,9	297,2
Total	917,4	26,3	

Fonte: Bacen/Decec

Cabe agora entender melhor o que representam transações interbancárias. Uma operação no mercado de futuros, que tenha sido solicitada por uma empresa não-financeira e que envolva duas moedas, implica quatro transações no mercado interbancário. Por exemplo: caso uma empresa brasileira queira, no mês seguinte, receber por cada dólar exportado a mesma quantidade de reais que receberia hoje, ela deve então comprar um contrato futuro de dólar. A corretora que vendeu esse contrato deverá fazer duas transações originadas na ação da empresa brasileira, uma no mer-

4 O Banco do Brasil foi usado como fonte de dados por ser o principal agente financeiro de comércio exterior do Brasil.

5 Essa base foi a fonte dos dados sobre os percentuais das transações cambiais brasileiras que são destinadas/oriundas a/de cada país do Mercosul. Esses dados estão na Tabela E, do Anexo desse artigo. O ano de 2003 foi escolhido por ser o mais recente ano com dados disponíveis quando o presente artigo foi escrito.

6 A partir de março de 2005, o mercado de câmbio foi unificado pelo Conselho Monetário Nacional.

7 Estão aqui incluídas as transferências para o exterior via CC5.

cado à vista (venda do contrato) e uma no mercado futuro (liquidação do contrato).⁸ Ou seja, as transações com clientes exercem um efeito multiplicador que gera uma grande parte das transações interbancárias.

Para nossos objetivos não devemos considerar as transações interbancárias. O mercado interbancário engloba também os recursos próprios dos bancos que são destinados a operações especulativas, que não cessariam com a criação de uma moeda única do Mercosul. Considerá-las implicaria uma dupla contagem, pois, grosso modo, as operações interbancárias já seriam remuneradas pelas transações feitas com o setor não-bancário.

3.3 Os custos com operações financeiras

Para obtermos uma estimativa mais apropriada, temos que ter em conta tanto os custos de transação que serão economizados (benefícios) quanto os custos de adaptação requeridos (custos). Para estimarmos o benefício líquido da redução dos custos de transação dividimos, então, o cálculo em três itens:

- a) custos financeiros para efetuar operações de câmbio;
- b) custos internos às firmas;
- c) custos de mudança de equipamentos, de alterações contratuais e de emissão da nova moeda.

Os itens (a) e (b) compõem os benefícios que uma moeda única trará em termos de redução desses custos de transação. O item (c) representa o custo da mudança para a moeda única.

Podemos representar esses itens com a equação seguinte, onde: RCT = redução dos custos de transação; RCF = redução dos custos financeiros; RCI = redução dos custos internos às firmas; CA = custos de adaptação, e VP = valor presente.

$$VP(RCT) = VP(RCF) + VP(RCI) - CA$$

a) Custos com transações

Com relação aos custos das operações financeiras, temos basicamente quatro categorias: a) operações de *hedge*; b) operações de câmbio entre moedas; c) transferências; d) uso de cartões de crédito e cheques de viagem no exterior. Abrindo as operações de *hedge* temos os custos dos contratos futuros, opções e *swaps*. Na categoria das operações de câmbio, temos basicamente os *spreads* cobrados na conversão entre moedas. A categoria (c) consiste nas taxas cobradas para efetuar transferências com troca de moedas entre países. Já a categoria (d) envolve taxas cobradas sobre pagamentos e saques efetuados no exterior.

Os custos internos às empresas compreendem fundamentalmente: a) manutenção de departamentos que controlem as operações cambiais da empresa – estratégias de *hedge*, compra e venda de divisas, controle dos custos cambiais, etc.; b) demora nas transações envolvendo troca de divisas; c) maior dificuldade de planejamento em nível gerencial. Os itens (b) e (c) não são diretamente quantificáveis. Quanto aos custos de manutenção de uma estrutura administrativa voltada para controlar as operações cambiais, espera-se uma economia bastante reduzida, uma vez que as transações com moedas fortes continuariam a ser preponderantes.

8 Dito de outra forma, inicialmente é feita uma transação no mercado à vista com uma das moedas, que logo depois gerará uma transação correspondente no mercado futuro.

Existem ainda os custos de implantação de uma nova moeda, que podem ser assim divididos: i) desenho e produção de novas notas e moedas; ii) custos de alterações de rotinas, contratos e cálculos financeiros; iii) custos de adaptação de caixas eletrônicos (ATMs), etc.

O número de ATMs considerado foi resultado da soma de ATMs multifuncionais, *cash dispensers* e terminais de depósito, em funcionamento em 2003. O valor corresponde a aproximadamente 0,000089% do PIB brasileiro. Para fins de simplificação, assumimos que um carimbo de custo zero seria aplicado sobre o numerário já existente. As novas cédulas, sendo basicamente as atuais com um carimbo, teriam impacto insignificante sobre o nível de gastos. Quanto ao custo de alteração dos contratos, supomos que os governos disponibilizarão tabelas de conversão gratuitamente.

O mercado de derivativos da BM&F compreende os contratos futuros, contratos de opções e contratos a termo, baseados em algum ativo negociado nos mercados à vista (*spot*). Quando os exportadores necessitam se prevenir contra os riscos de variações cambiais, podem utilizar operações de *hedge*, feitas por intermédio de corretoras da BM&F, que utilizam a *clearing* de câmbio da BM&F.⁹ A *clearing* tem a finalidade de liquidação dos contratos de câmbio e utiliza a metodologia de pagamento contra pagamento, baseados sempre na exposição líquida dos contratantes.

Quanto aos custos das operações de câmbio, o *spread* entre as taxas de compra e venda de moeda é expresso em termos porcentuais. O custo para os bancos de obter a moeda solicitada no mercado à vista é uma parte desse *spread*. Quando um brasileiro necessita viajar para algum país do Mercosul ou pagar por algum bem ou serviço proveniente do bloco, ele necessitará da moeda daquele país. Para obtê-la deverá antes adquirir os dólares correspondentes, por meio da utilização de seus reais. Dessa forma, existiriam duas pontas em qualquer das transações citadas, ambas à vista (*spot*): 1) troca de reais (assumindo que se trate do Brasil) por dólares; 2) troca de dólares por pesos (supondo tratar-se da Argentina).

Para os propósitos da estimativa, supomos que o *spread* no banco argentino é o mesmo cobrado pelo Banco do Brasil. Para fins de cálculo, dividimos o *spread* cobrado em duas partes iguais, uma para a compra e uma para a venda. Estas hipóteses simplificadoras baseiam-se no fato de que o Banco do Brasil detém a maior participação¹⁰ do mercado cambial brasileiro, que, por sua vez, é o maior mercado da região.¹¹

Os custos das transferências entre os países são compostos normalmente de taxas fixas (*swift*, taxa administrativa e taxa de cancelamento) e uma taxa variável, de acordo com o tamanho da transação.¹² Um exemplo numérico ajuda a ilustrar o argumento. Um residente no Brasil deseja fazer uma transferência de R\$ 2.000,00 para a Argentina. No caso de a transferência ser em dólares, ele terá de gastar cerca de 4% para efetuar o câmbio de reais para dólares e outros 4% de dólares para pesos. Os custos de transferência são US\$ 16 de *swift* e US\$ 25 de despesas administrativas. No total, ao câmbio de R\$ 3,00, teremos um custo total de aproximadamente R\$ 283,00, ou seja, 14% do valor da transferência.

9 Criada em 2002. Com relação ao mercado secundário (interbancário), em dezembro de 2003, 61,3% dos negócios passaram pela *clearing* de câmbio da BM&F.

10 O Banco do Brasil é responsável por 30,4% das transações relativas às exportações brasileiras e 27,5% das transações relativas às importações. No mercado interbancário, sua participação é de 10,7% do total nacional – a maior dentre as instituições financeiras.

11 Note-se que essa hipótese é crescentemente heróica para o caso dos sócios menores. Mas é impossível antecipar se os sistemas financeiros são mais eficientes nesses países que no Brasil (pouco provável) ou se o menor movimento nessas praças financeiras impede a cobrança de *spreads* tão altos quanto no Brasil. Uma indicação de que as taxas cobradas nos mercados financeiros dos outros sócios podem ser maiores que as do Brasil é o fato de que, para efetuar transações de *hedge* cambial, as firmas argentinas, por exemplo, têm que recorrer ao mercado a termo. Isso custa a essas firmas mais do que os US\$ 100 dólares por US\$ milhão (incluindo impostos) cobrados no Brasil.

12 Por norma interna do Banco do Brasil, essa taxa variável não pode ser menor que US\$ 20 e nem maior que US\$ 100. Além disso, existe a possibilidade de isenção do pagamento dessa taxa.

Caso esse cidadão prefira fazer a transferência diretamente em reais, pagará 1% de taxa, além das taxas de *swift* e despesas administrativas. Mas, como terá que converter o valor apenas uma vez, seu custo total será de R\$ 223,00, ou seja, 11% do valor da transferência.

Suponhamos agora o caso de um residente na Argentina em viagem ao Brasil. Ele utiliza o cartão de crédito para metade de suas despesas e cheques de viagem para a outra metade. Nas despesas com cartão, gasta R\$ 2.000,00. Desse valor, pagará 3% de taxa de transação e 1% de taxa de conversão. No total, pagará R\$ 80,00 de taxas. Sobre a parcela de gasto com cheques de viagem, pagará 4% de *spread* para obter os cheques em reais, ou seja, outros R\$ 80,00.

b) Custos com *hedge*

Os custos das operações de *hedge* dependem do valor da transação e da modalidade da operação. Os instrumentos de *hedge* cambial disponíveis na BM&F são basicamente: futuro de dólar comercial; opções sobre disponível de dólar comercial; opções sobre futuro de dólar comercial; *swap* cambial e opções flexíveis de dólar. Já as taxas cobradas são: Taxa Operacional Básica (TOB); Taxa de Emolumentos (TE); Taxa de Permanência (TP), e Taxa de Registro (TR). A taxa mais representativa é a TOB, de 0,20% sobre as operações de futuro de dólar comercial. Mas as corretoras costumam dar descontos de até 95% do valor dessa taxa.

Para obtermos uma estimativa dos custos de *hedge* cambial, utilizamos as informações da BM&F de que os custos médios são de US\$ 30 por cada US\$ 1 milhão, referentes a custos de emolumentos, e de US\$ 20 para cada US\$ 1 milhão, referentes a custos de corretagem. No total temos, então, US\$ 50 para cada US\$ 1 milhão, ou seja, 0,005%. Mas sobre essas operações incidem PIS e COFINS, o que dobra o custo. Cabe observar que 2/3 das operações de *hedge* cambial de residentes no Brasil são realizadas fora do país, ou seja, são *off shore*, custando em média US\$ 70 por cada US\$ 1 milhão (0,007%).¹³

Por último, temos que saber qual o percentual das exportações, importações e demais transações cambiais que fazem uso dos instrumentos de *hedge*. Dito de outra forma, é necessário obter o volume de operações de *hedge* cambial feitas na BM&F entre clientes não-bancários e instituições financeiras que se destinam apenas à proteção contra oscilações cambiais. A maior parte das transações feitas na BM&F são entre instituições bancárias e não se destinam apenas a *hedge*. Mas nem a BM&F nem o Banco Central dispõem desse dado. Na ausência dessa informação, a hipótese considerada é que 100% das transações comerciais intra-Mercosul fazem uso de instrumentos de *hedge* cambial.

3.4 Resultados gerais

Os percentuais apresentados na Tabela 3 são resultados de hipóteses simplificadoras para obtermos uma estimativa do que seriam os custos médios de cada tipo de operação.

A parte inferior da tabela mostra os percentuais médios que serão aplicados nos cálculos para cada um dos países do Mercosul. Nas transações de exportação, os 4,01% referem-se à soma de 4% de *spread* na troca de dólares pela moeda nacional e 0,01% de custo de *hedge* cambial. Nas transações de importação, obtemos 4% de *spread* na troca da moeda nacional por dólares. Neste caso não há custo de *hedge*. Com relação aos custos aplicáveis aos movimentos financeiros e operações com clientes, obtemos um custo médio de 5%. Este percentual foi obtido somando-se o *spread* de uma

13 Observe-se que estamos assumindo que o valor médio de um contrato de *hedge* é de US\$ 1 milhão. Para valores menores os custos relativos são maiores, o que corroboraria o argumento de que o *hedge* é mais caro para pequenas empresas.

das pontas da transação (para evitar dupla contagem) e os custos de operações de câmbio (pagamentos e transferências).

Tabela 3 – Custos médios das operações financeiras

<i>Spreads</i> de taxas de câmbio para notas e cheques de viagem	8%*
<i>Spreads</i> de taxas de câmbio para notas e cheques de viagem	4%**
Custos sobre operações de câmbio	1%***
Custos com cartões de crédito	4%****
Custos com operações de <i>hedge</i>	0,010%*****
Custos aplicáveis à balança comercial - exportações	4,01%
Custos aplicáveis à balança comercial - importações	4,00%
Custos aplicáveis a movimentos financeiros e operações com clientes	5,00%

*As duas pontas da transação somadas.

** No caso de ser utilizada apenas uma ponta.

*** Não estão incluídas taxas fixas.

**** 3% sobre compras em moedas diferentes do dólar e 1% de taxa de conversão.

***** Assumindo que seja feito na BM&F.

A Tabela 4 mostra o valor das transações cambiais entre o Brasil e os demais países do Mercosul. O percentual apresentado (obtido das estatísticas de comércio exterior e da Tabela E do Anexo) foi aplicado sobre os valores das transações cambiais do ano de 2003 (Tabela A do Anexo).

Tabela 4 – Valor da participação intra-Mercosul no total de transações cambiais brasileiras

Rubrica	Porcentual	Valor*
Balança Comercial - Exportações	0,08750	6490,66
Balança Comercial - Importações	0,12570	5620,42
Movimento Financeiro - Ingressos	0,00705	440,80
Movimento Financeiro - Remessas	0,00957	879,06
Operações com Clientes	0,02150	342,90
Operações com Instituições no Exterior	0,10578	838,09

* Em US\$ milhões.

Na Tabela 5 são aplicados os percentuais de custo médio obtidos como descrito acima, o que permite estimar o “custo total” como indicado na última coluna da tabela. A última linha da tabela mostra quanto esses custos estimados representam em termos do PIB brasileiro.

Tabela 5 – Custos de transação intra-Mercosul para a economia brasileira

Rubrica	Valor*	Custo Médio	Total*
Balança Comercial - Exportações	6490,66	4,01%	260,28
Balança Comercial - Importações	5620,42	4,00%	224,82
Movimento Financeiro - Ingressos	440,80	5,00%	22,04
Movimento Financeiro - Remessas	879,06	5,00%	43,95
Operações com Clientes	342,90	5,00%	17,15
Operações com Instituições no Exterior	838,09	5,00%	41,90
Custos de Estrutura Administrativa			0,49
Custos Calculados: Brasil - Argentina, Brasil - Paraguai, Brasil - Uruguai			
Custos Totais para o Brasil*			610,63
Custos Totais para o Brasil como Porcentual do PIB			0,10%

* Em US\$ milhões.

O valor obtido refere-se aos custos de transação das operações cambiais entre o Brasil e os outros países do Mercosul no ano de 2003. Esse porcentual do PIB brasileiro poderia ser economizado caso houvesse uma moeda comum no Mercosul em 2003. No entanto, como a análise deve ser dinâmica, teríamos que estimar quais seriam os porcentuais economizados no futuro, dado que as transações comerciais tenderiam a aumentar e, conseqüentemente, aumentaria o valor economizado com a adoção de uma moeda única – via aumento do volume comercializado. Por outro lado, existe a tendência de maior desenvolvimento do mercado financeiro, com a conseqüente redução dos custos de transação – via redução dos custos das operações. Uma vez obtido este fluxo, deveríamos trazê-lo a valor presente, descontando por uma taxa de juros social de longo prazo.

No entanto, o cálculo do efeito da redução dos custos de transação sobre a criação de comércio está além do escopo deste trabalho, assim como previsões sobre a velocidade de modernização das atividades financeiras. Sendo assim, optou-se por calcular o valor presente da economia com custos de transação para a economia brasileira, com base em um fluxo perpétuo de economias anuais iguais à calculada para o ano de 2003 – 0,1% do PIB.

Utilizando, para descontar esse fluxo perpétuo, a taxa de juros real de 11% anuais,¹⁴ temos um valor presente de 0,91% do PIB, o que, em 2003, seria o equivalente a 5 bilhões e 557 milhões de dólares. Este seria, então, o valor presente dos custos de transação que seriam economizados pelo setor real da economia brasileira, caso existisse uma moeda única no Mercosul em 2003.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A adoção de uma moeda única pelos países do Mercosul é uma possibilidade freqüentemente considerada, e mesmo defendida por alguns analistas. Este trabalho procurou contribuir para o debate sobre este tema ao estimar os custos de transação entre a economia brasileira e os outros países

14 Miranda e Muinhos (2003) estimaram a taxa de juros de equilíbrio para o Brasil por meio de diversos métodos e concluíram que: a) segundo estimativas em termos de curva IS, após a quebra estrutural de 1999 os juros de equilíbrio estariam em torno de 4,6% ao ano; b) segundo os valores históricos das décadas de 1980 e 1990, os juros médios para o Brasil estão entre 11% e 14%; c) utilizando modelos de crescimento de longo prazo, os juros de equilíbrio estariam entre 6,7% e 15,3%; d) estimativas de painel geraram resultados de 16% para o Brasil entre 1994 e 2001. Utilizamos, então, uma média desses resultados (11%) para transformar os valores dos custos de transação calculados em valor presente. Obviamente, juros reais menores são possíveis, o que aumentaria o valor presente dos custos de transação.

do Mercosul, cuja eliminação estaria entre os ganhos mais expressivos, na hipótese de se adotar uma moeda comum para os quatro países.

Segundo os critérios indicados pela Teoria de Áreas Monetárias Ótimas, uma região tende a ter mais vantagens que desvantagens em adotar uma moeda única quanto maiores forem os seguintes indicadores: grau de abertura da economia; grau de mobilidade da mão-de-obra; grau de diversificação produtiva; tamanho relativo do fluxo de comércio intra-área; flexibilidade dos preços e salários; grau de integração financeira; similaridade das taxas de inflação; potencial dos ganhos de credibilidade, e grau de simetria dos choques a que estão sujeitas as diversas unidades que a compõem.

O Mercosul, pela maioria desses critérios, não forma uma área monetária ótima. É, portanto, prematuro considerar provável a curto prazo uma união entre as moedas dos quatro países. No entanto, o argumento em favor de maior integração monetária pode ganhar força a partir dos ganhos possíveis com a eventual redução de custos nas transações entre esses países.

A redução dos custos de transação é um dos benefícios mais citados na literatura sobre ganhos e perdas de uma moeda única. Ademais, é o único benefício cuja existência é aceita por toda a literatura relacionada a unificações monetárias. Apesar disso, nenhum estudo anterior a este estimou quais seriam os custos de transação que poderiam ser economizados pela economia brasileira, caso fosse adotada uma moeda única no Mercosul.

As estimativas deste artigo apontam uma economia, em termos de valor presente, de pouco mais de 5 bilhões e 500 milhões de dólares para a economia brasileira, relativos aos custos de transação que o setor real da economia deixaria de transferir ao setor financeiro, caso houvesse uma moeda única no Mercosul. Trata-se de um valor substancial e que pode ter efeitos dinâmicos importantes sobre o aumento do comércio entre o Brasil e os outros países do Mercosul e sobre o crescimento econômico da região.

Uma sugestão de tema para futuros estudos seria a construção de um modelo de equilíbrio geral que utilizasse os valores calculados no presente trabalho para estimar os efeitos da redução dos custos de transação sobre a corrente de comércio entre Brasil e Mercosul.

Independentemente dos resultados das estimativas quanto aos ganhos e aos custos econômicos da unificação monetária, o que definirá se e quando será possível contar com uma moeda única no Mercosul será o grau de interesse político demonstrado para se alcançar um Mercosul mais coeso e aprofundado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alesina, A.; Barro, R. Dollarization. *American Economic Review*, v. 91, n. 2, p. 381-5, May 2001.
- Arestis, P.; Paula, L.F. (ed.) *Monetary union in MERCOSUR: lessons from EMU*. Aldershot: Edgard Elgar, 2003.
- Arroyo, H. *Prospects for subregional monetary integration in Latin América: a view from the EU*. Draft paper presented to 8th Dubrovnik Economic Conference, 27-29, June 2002.
- Bayoumi, T.; Einchengreen, B. One money or many? Analysing the prospects for monetary unification in various parts of the world. *Princeton Studies in International Finance*, n. 76, Sept. 1994.
- Banco Central do Brasil. *Análise do mercado de câmbio*. Relatório Trimestral, Brasília, ano 11, out.-dez. 2003.
- Baumann, R.; Gonçalves, R.; Canuto, O. *Economia internacional: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: Campus, 2004.

- Berg, A.; Borensztein, E.; Mauro, P. An evaluation of monetary policy regime options for Latin America. *IMF Working Paper*, n. 02/211, Dec. 2002.
- Claassen, E. *Global monetary economics*. Oxford University Press, 1997.
- Dorrucci, E. *et al.* European integration: what lessons for other regions? the case of Latin America. *ECB Working Paper n° 185*, Oct. 2002.
- Emerson, M. *et al.* *One market, one money* – an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union. Oxford University Press, 1992.
- Frankel, J.; Rose, A. The endogeneity of the optimum currency area criteria. *NBER Working Paper n. w5700*. Jan. 1996.
- Giambiagi, F.; Barenboim, I. A unificação monetária alemã: lições para uma possível moeda comum entre Brasil e Argentina. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 18, p. 85-120, 2002.
- Rigolon, F.; Giambiagi, F. Áreas monetárias ótimas: teoria, unificação monetária européia e aplicação para o Mercosul. *Economia Aplicada*, v. 03, n. 1, jan.-mar. 1999.
- Hawkins, J.; Masson, P. Regional currency areas and the use of foreign currencies. *BIS Paper n. 17*, May 2003.
- Kenen, P. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. *In: Mundell; Swoboda. Monetary problems of the international evidence. Discussion Paper 2295*. Londres: Centre for Economic Policy Research, 1969.
- Levy-Yeyati, E.; Sturzenegger, F. Is EMU a blueprint for Mercosur? *Cuadernos de Economia*, v. 37, n. 110, p. 63-99, 2000.
- Mckinnon, R. Optimum currency areas. *American Economic Review*, p. 717-725, Sep. 1963.
- McKinnon, R. *Mundell, the Euro, and optimum currency areas*. May 2000. Mimeo.
- Mintz, N. Monetary union and economic integration. *The Bulletin*, New York University, 1970.
- Miranda, P.; Muinhos, M. A taxa de juros de equilíbrio: uma abordagem múltipla. *Texto para Discussão n. 66*. Banco Central do Brasil, fev. 2003.
- Mundell, Robert. A. A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51, Nov. 1961, p. 509-517.

ANEXO

Com base em relatório do Bacen, processamos os dados de modo a agrupar as variáveis em um nível ideal para análise, desagregadas em itens e subitens. Os resultados são apresentados na Tabela A, a seguir.

Tabela A – Mercado de câmbio brasileiro – 2003

PRIMÁRIO		297138
PRIMÁRIO	LIVRE	273268
	Balança comercial cambial - corrente de comércio	118892
	Exportações	74179
	Importações	44713
	Movimento financeiro	
	Ingressos	62525
	Serviços e transferências unilaterais	6755
	Transportes	1279
	Seguros	124
	Viagens internacionais	171
	Juros	437
	Lucros e dividendos	104
	Gastos governamentais	226
	Serviços diversos	4377
	Transferências unilaterais	37
	Capitais	55770
	Empréstimos a residentes	15575
	Investimento direto	12852
	Fin. de import. resgistados no BC	1677
	Fin. ao exterior de exp. brasileira	987
	Investimento de portfólio	23506
	Demais capitais	1175
	Remessas	91856
	Serviços e transferências unilaterais	33563
	Transportes	4573
	Seguros	597
	Viagens internacionais	99
	Juros	14889
	Lucros e dividendos	6393
	Gastos governamentais	341
	Serviços diversos	6613
	Transferências unilaterais	57
	Capitais	58293
	Empréstimos a residentes	15042
	Investimento direto	3801
	Fin. de import. resgistados no BC	12198
	Investimento de portfólio	24889
	Demais capitais	2357

(continua)

PRIMÁRIO	FLUTUANTE	23870
	Operações com clientes	15949
	Transportes	2
	Viagens internacionais	3773
	Turismo no país	513
	Turismo no exterior	651
	Cartões de crédito	2405
	Outras naturezas	203
	Rendas de capitais e serv. diversos	5202
	Transferências unilaterais	4011
	Doações	641
	Manutenção de residentes	1931
	Disp. em moeda estr.	425
	Patrimônio	547
	Outras naturezas	466
	Capitais brasileiros	2677
	Capitais estrangeiros	284
	Operações entre instituições	7923
	Operações com inst. no exterior	7923
SECUNDÁRIO		646400
SECUNDÁRIO LIVRE		644100
	FLUTUANTE	2360
	Operações com clientes	521
	Ag. turismo/op. com bancos credenciados	521
	Operações entre instituições	1839
	Arbitragens no país	27
	Arbitragens no exterior	711
	Operações interbancárias no país	1101

Fonte: Bacen/Decec.

A Tabela B mostra o custo das operações de trocas de moedas referentes ao Brasil. A tabela mostra o *spread* cobrado pelo Banco do Brasil para operações de compra e venda de dólar em suas agências bancárias. O custo está distribuído entre *spreads* de compra e venda, tarifas de venda e taxas de compra. No caso de cheques de viagem é cobrado apenas o *spread*. Para simplificar, incorporamos as tarifas de venda, que são um percentual, e ignoramos a taxa de compra, pois esta é um valor fixo por transação.

Tabela B – Spread de taxa de câmbio - real x dólar - jul/04

Taxa de compra	R\$ 3,09
Taxa de venda	R\$ 2,95
Tarifa de venda	3%
Tarifa de compra	US\$ 15,00
Diferença (<i>spread</i>)	R\$ 0,14
Spread percentual	5%
Custo total	8%

Fonte: Banco do Brasil.

A Tabela C apresenta os custos incidentes sobre pagamentos e transferências.

Tabela C – Custos sobre operações de câmbio – câmbio comercial

Pagamentos e transferências	
Em qualquer moeda	1%*
Taxa de cancelamento	US\$ 20
<i>Swift</i>	US\$ 16
Despesas administrativas	US\$ 25

Fonte: Banco do Brasil

* Se for através da Western Union o Banco do Brasil não cobra essa taxa.

* No mínimo US\$ 20 e no máximo US\$ 100.

A Tabela D expõe os custos de utilização dos cheques de viagens e cartões de crédito, devido à troca de moedas envolvidas.

Tabela D – Custos com cartões de crédito e cheques de viagem – câmbio turismo

Cartão de Crédito	
Compras em dólar	2% ¹
Compras em outras moedas	3% ²
Saques em dólar	US\$ 2,50
Saques em outras moedas	1,5% + US\$ 2,50
Cheques de Viagem	
<i>Spread</i> %	4% ³

Fonte: Banco do Brasil

¹ Compras em dólares são isentas de taxa de conversão, pagando apenas os 2% de taxa de transação.

² Nesse caso temos, além da taxa de transação, 1% de taxa de conversão.

³ Não são cobradas tarifas.

Pela Tabela E, observamos a participação de cada país nas transações cambiais brasileiras. Ao lado dos valores estão as participações relativas e as médias calculadas para agregar cada item ao nível utilizado no trabalho.

Tabela E – Contratação de câmbio – fluxo financeiro 2003

			Origem ou destino	US\$ mil	Participação	Médias de ing. e rem.	Participação do Mercosul	Médias (clientes e inst.)
SEGMENTO LIVRE	FLUXO FINANCEIRO	Ingresso	Argentina	233.185,90	0,2702%			
			Paraguai	19.037,50	0,0221%			
			Uruguai	356.631,40	0,4133%			
			Geral	86.295.556,70			0,007055459	
		Remessa	Argentina	197.307,50	0,1761%			
			Paraguai	259.794,70	0,2318%			
			Uruguai	615.917,50	0,5496%			
			Geral	112.057.016,50			0,009575658	
SEGMENTO FLUTUANTE	OPERAÇÕES COM CLIENTES	Ingresso	Argentina	35.155,80	0,3502%	1,0493%		0,021505539
			Paraguai	6.944,90	0,0692%	0,0676%		
			Uruguai	140.359,20	1,3982%	1,0337%		
			Geral	10.038.462,00				0,018176081
		Remessa	Argentina	103.098,10	1,7484%			
			Paraguai	3.887,40	0,0659%			
	Uruguai		39.457,30	0,6691%				
	Geral		5.896.630,50				0,024834997	
	OPERAÇÕES ENTRE INSTITUIÇÕES	Ingresso	Argentina	908,00	0,0290%	0,0145%		0,105787477
			Paraguai	2.117,10	0,0676%	0,0338%		
			Uruguai	344.633,90	10,9975%	10,5305%		
			Geral	3.133.734,80				0,110940785
Remessa		Argentina	0,00	0,0000%				
		Paraguai	0,30	0,0000%				
	Uruguai	481.959,00	10,0634%					
	Geral	4.789.221,30				0,100634168		

Fonte: Banco Central do Brasil/ DECEC. O cálculo das médias e participações foi realizado pelo autor.