

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Elcio Mitsuhiro Ito

Integração Financeira na Europa do Euro:
Avanços, Desafios, Perspectivas

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

SÃO PAULO
2009

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Elcio Mitsuhiro Ito

Integração Financeira na Europa do Euro: Avanços, Desafios, Perspectivas

Dissertação apresentada à Banca Examinadora como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, sob a orientação do Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho.

SÃO PAULO
2009

BANCA EXAMINADORA

Dedicatória

Dedico este trabalho à minha esposa, pelo amor e carinho e pela compreensão em todos os momentos de nossa jornada. Adicionalmente, ao meu recém-nascido filho Henry Naoki, que em menos de dois meses de vida já nos proporcionou momentos de alegria inesquecíveis. E por fim, aos meus Pais pelo apoio irrestrito durante toda a minha vida e pelos ensinamentos que serão passados para a próxima geração.

Agradecimentos

Ao meu orientador Prof. Dr. CARLOS EDUARDO FERREIRA DE CARVALHO, pelo enorme incentivo, simpatia e presteza no apoio e direcionamento deste trabalho apesar da minha distância física do Brasil. Meus sinceros agradecimentos.

Às nossas famílias, e em especial aos meus Pais (Yoshihisa e Minae), e aos Pais de minha esposa (Paulo e Hilda), pela compreensão e apoio em todas as situações de nossas vidas.

E, finalmente, a DEUS, por ter me iluminado em mais uma jornada de minha vida com muita saúde, alegria e felicidade.

Resumo

A dissertação analisa o desenvolvimento da integração financeira na área do euro, processo decisivo para a consolidação da nova moeda e da própria União Européia. Prevista desde o início do processo de unificação monetária, foi atribuído à integração financeira papel fundamental para que os países do bloco consigam obter o máximo de benefícios da união monetária, com o menor custo possível. Diante da baixa mobilidade do mercado de trabalho e das dificuldades para a coordenação políticas fiscais na Europa do euro, a integração financeira ganhou destaque como um caminho para atenuar e suavizar os choques macroeconômicos assimétricos, por meio da realocação de recursos entre setores e empresas nos mercados financeiros. Além disso, a integração do mercado financeiro possibilita a transmissão mais eficiente da política monetária única e permite a diversificação de risco dentro de área monetária. Uma decorrência importante é que novos países da comunidade européia não precisariam esperar necessariamente por uma maior simetria dos ciclos de negócios para se unirem ao euro. A dissertação apresenta uma revisão dos principais referenciais sobre mensuração da integração financeira e seu atual estágio nos diversos segmentos dos mercados da área do euro. Conclui-se que houve avanços importantes na integração financeira em vários mercados ao longo de dez anos, maiores dificuldades para o avanço da integração em alguns deles, em especial o mercado de ações e o mercado bancário de varejo. A recente crise financeira mundial, que se originou nos Estados Unidos em meados de 2007, reverteu a tendência de alguns indicadores de integração financeira, mas é prematuro afirmar se a reversão de tendência se manterá ou se há apenas uma retração temporária.

Palavras chaves: áreas monetárias ótimas, integração financeira, união monetária européia

Abstract

This research analyzes the development of the financial integration in the euro area, a decisive process for the consolidation of the new common currency and the European Union itself. Since the beginning of the monetary union process, it was assigned to the financial integration the fundamental role for the countries to extract the maximum benefits from the monetary union with the least cost possible. Given the low labor mobility and lack of fiscal coordination within the euro zone, the financial integration received special attention as a mechanism to soften macroeconomic asymmetric shocks via reallocation of resources among segments and companies in the financial markets. Moreover, financial integration allows a more efficient transmission of monetary policies and also allows risk sharing within the monetary union. As a result, new members to the European Union do not necessarily need to wait to have symmetric business cycles before joining the euro. This research presents a selective review of main studies about measuring of financial integration and its current situation in the various segments of the financial markets in the euro area. We conclude that material improvements in the financial integration have been achieved after 10 years of the euro however further challenges are still present mainly in the stock market and retail banking sectors. The recent financial turmoil, which was originated in the U.S. during mid 2007, has resulted in inflexion of the trend in some financial integration indicators but it is still premature to affirm whether this is a trend reversal or a temporary movement.

Key-words: optimum currency areas, financial integration, european monetary union

Sumário

INTRODUÇÃO	01
1. A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS E A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA	06
1.1. As origens da teoria das AMO	06
1.2. A Incorporação dos Fatores Financeiros na Teoria das AMO	10
1.3. Definição de Integração Financeira	13
1.4. Integração Financeira e Sincronia dos Ciclos Econômicos	15
1.5. Integração Financeira e Diversificação de Risco (<i>Risk Sharing</i>)	19
2. AS INICIATIVAS PARA A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NA EUROPA	24
2.1. Benefícios e Custos da Integração Monetária: A Discussão do Caso Europeu	24
2.1.1. Benefícios de uma União Monetária	24
2.1.2. Custos de uma União Monetária	30
2.2. O Sistema Institucional da União Européia	33
2.3. Estágio da Regulamentação do Sistema Financeiro da União Européia ..	37
3. ESTÁGIO DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NA EUROPA	44
3.1. A Mensuração do Estágio da Integração Financeira	44
3.2. Mercado de Dívida de Curto Prazo -- Money Markets	46
3.3. Mercado de Títulos Públicos -- Bond Markets	49
3.4. Mercado de Títulos Privados -- Corporate Bond Markets	52
3.5. Mercado de Ações	55
3.6. Mercado Bancário	63
3.7. Infra-Estrutura de Compensação e Liquidação de Títulos e Ações e Outras Barreiras.....	72
4. CONCLUSÃO	79
5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	85

INTRODUÇÃO

Esta dissertação analisa o desenvolvimento da integração financeira na área do euro, processo decisivo para a consolidação da nova moeda e da própria União Européia. Como se sabe, a união monetária tornou-se realidade no início de 1999, com a entrada em circulação da nova moeda única. Foi o passo final da decisão dos onze países de renunciar a políticas cambiais e monetárias próprias em troca da integração a uma região monetária. Prevista desde o início do processo de unificação monetária, foi atribuída à integração financeira papel fundamental para que os países do bloco consigam extrair o máximo dos benefícios de uma união monetária, com o menor custo possível.

A fundamentação teórica da integração monetária partiu da literatura desenvolvida inicialmente por Mundell, em 1961, com a teoria das áreas monetárias ótimas – AMO. Uma das questões centrais ali abordadas é o problema do impacto de choques específicos a um país ou assimétricos entre dois ou mais, diante da política monetária única com efeitos simétricos. Uma área monetária é considerada ótima quando há um elevado sincronismo nos ciclos econômicos e de negócios entre os países, o que minimiza os custos da política monetária única.

Em 1973, Mundell reconsiderou alguns aspectos de sua teoria inicial em face das novas condições econômicas mundiais. No início da década de 1970, a mobilidade de capitais tornara-se muito mais intensa, em comparação com o predomínio do controle de capitais na maioria dos países nos anos anteriores. Diante desse novo cenário, Mundell reformulou sua análise e defendeu a possibilidade de formação de uma área monetária ótima mesmo na ocorrência de choques assimétricos, desde que a integração financeira possibilitasse a diversificação de risco entre os países.

A diversificação de riscos essencialmente permite que a renda e o consumo de uma região dependam em parte do produto de outra região, ao invés de basear-se somente no produto de sua região. Como o produto de várias regiões tende a ser menos volátil que o produto de uma única região, a diversificação de risco diminui a volatilidade da renda e consumo. Desta forma, uma área monetária ótima pode ser construída, incluindo países expostos ao risco de ocorrência de choques assimétricos, desde que os países tenham “seguro” de investimentos recíprocos.

Diante da baixa mobilidade do mercado de trabalho e da coordenação fraca das políticas fiscais na Europa do euro, a integração financeira ganhou destaque como um caminho para atenuar e suavizar os choques assimétricos. Em primeiro lugar, um

ajustamento suave mediante um choque assimétrico significa ter um sistema financeiro que possibilite a realocação de recursos eficientes entre os setores e empresas da economia do bloco. O ajustamento em decorrência de choques assimétricos recai substancialmente sobre os salários e os preços relativos e torna-se crítico que o capital se movimente fluidamente para acomodar essas mudanças e apoiar as regiões de forma eficiente. Em segundo lugar, um mercado financeiro integrado possibilita a transmissão mais eficiente de uma política monetária única. Em terceiro, conforme a segunda fase de Mundell, a integração financeira é um importante instrumento de diversificação de risco dentro de uma união monetária. Sob uma mesma moeda, um país que sofre um choque adverso poderá compartilhar as perdas com o parceiro comercial e financeiro, pois ambos os países possuem ativos um do outro. Este é um importante aspecto da literatura na discussão do tamanho ideal de uma região monetária e importante conceito no debate sobre a expansão da união monetária europeia. Em outras palavras, os novos países da comunidade europeia não necessariamente precisam esperar uma simetria dos ciclos de negócios para se unirem ao euro.

A definição de integração financeira aqui adotada baseia-se nos conceitos de Baele (2004), um dos responsáveis pela metodologia de mensuração da integração financeira para o Banco Central Europeu - BCE. Segundo ele, o mercado é considerado totalmente integrado se todos os potenciais participantes tiverem as seguintes características: i) possuem exatamente as mesmas regras quando optam pelo instrumento ou serviço financeiro; ii) possuem a mesma facilidade de acesso aos serviços e/ou instrumentos financeiros; iii) possuem o mesmo tratamento quando estão ativos no mercado.

Esta definição contém três aspectos importantes. Primeiro, a definição é independente das estruturas financeiras dentro da região. Estruturas financeiras compreendem todos os intermediários financeiros, instituições ou mercados, e como estes agentes se relacionam entre si com respeito ao fluxo de recursos entre a sociedade, governos e empresas. É bastante comum que haja estruturas financeiras diferenciadas entre as regiões ou países, anterior à ocorrência da integração financeira. Adicionalmente, não é surpreendente que as estruturas continuem diferenciadas após a integração financeira.

Em segundo lugar, fricção no processo de intermediação (exemplo: acesso ou investimento através de instituições financeiras ou mercados) pode persistir após uma integração financeira. A definição de integração financeira enfatiza o ponto de que não

é a remoção dos empecilhos ou fricções que resulta em ótima alocação de capital. A integração financeira está focada nos efeitos simétricos e assimétricos dos empecilhos ou fricções de investimento. O exemplo de Baele (2004) a seguir ilustra esta questão. O autor considerou França e Alemanha como diferentes regiões financeiras. Adicionalmente supôs que para realizar negócios na França, é necessário que os contratos sejam escritos em francês. Neste exemplo, os alemães, ao realizar negócios na França, terão um tratamento assimétrico em relação aos franceses, já que terão de incorrer em custos de tradução. Agora suponha que os contratos tanto na França como na Alemanha tenham que ser realizados em uma terceira língua. Desta forma, ambos os países terão tratamento simétrico em relação a este empecilho e que, portanto, isto não constitui uma barreira para uma integração financeira entre os dois países.

Finalmente, esta definição de integração financeira segrega aspectos importantes dos dois constituintes de um mercado, oferta e demanda. Uma integração completa requer o mesmo acesso a bancos, plataformas de negociação ou câmaras de liquidação e compensação para ambos investidores (demanda por investimento) e empresas (oferta de investimento, por exemplo através de suas ações ou títulos de dívida) independente de sua região de origem. Uma vez que o acesso é perfeitamente igual, uma integração completa assume que não há qualquer discriminação em relação aos outros participantes do mercado baseado na sua localização de origem. Quando há uma discriminação contra investimentos estrangeiros, devido a diversos fatores, como exemplo questões jurídicas, então a região não é integrada financeiramente.

Esta definição de integração financeira está diretamente vinculada com a lei de um preço único ("*Law of One Price*"). Esta lei implica que, se os ativos tiverem o mesmo nível de risco, então a expectativa dos retornos deve ser igual, não importando onde se localiza a origem do emitente. Ou ainda, ativos com o mesmo nível de risco que geram fluxos de caixa idênticos deveriam ser negociados no mesmo nível de preços. Antes de 1999, os retornos de um ativo específico em um país poderiam diferir de forma significativa dos retornos esperados do mesmo ativo em outro país, pela percepção de risco cambial. Se os ativos têm as mesmas características, os preços deveriam ser iguais, ou os mercados se ajustariam para evitar tal arbitragem. A restrição da análise da lei de um preço único encontra-se no fato de que somente é possível observar ou comparar ativos que são listados publicamente em bolsas de valores. Porém, dada a dificuldade de testar a integração financeira em ativos não

negociados em bolsas de valores, uma parte dos estudos não testam diretamente a lei de um preço único e procuram outros tipos de indicadores.

De acordo com o estudo da London Economics (2002), os benefícios de uma total integração financeira podem gerar um aumento de até 1,1% no PIB da União Européia. Adicionalmente, a integração financeira poderá gerar benefícios significativos para uma diversificação de risco, diminuindo assim o custo de adesão a uma união monetária.

Esta dissertação realiza uma revisão teórica dos principais referenciais sobre mensuração do estágio da integração financeira. Serão utilizados trabalhos publicados pelo BCE e pela Comissão Européia nas revisões periódicas sobre integração nos diversos segmentos do mercado financeiro, além de fontes independentes. O BCE baseia-se em indicadores de rentabilidade e indicadores quantitativos para avaliar o estágio da integração financeira. Os indicadores de rentabilidade têm o objetivo de mensurar a discrepância nos preços ou nos retornos dos ativos causados pela origem geográfica destes ativos. Esta análise pretende testar a lei de um preço único (*Law of One Price*), que deve prevalecer se a integração financeira for completa. Já os indicadores quantitativos têm o objetivo de mensurar fluxos, barreiras ou indicadores que podem sugerir uma tendência de integração financeira. Exemplo deste indicador é a evolução da participação de investimento de países do euro em outros países do bloco.

Também será evidenciado o funcionamento da União Européia (UE) e de que forma esta instituição juntamente com o BCE estão trabalhando no campo regulatório e de infra-estrutura do sistema financeiro para fomentar uma maior integração financeira. A criação de um mercado único em serviços financeiros é um componente chave do programa de reforma econômica incluído no Tratado de Lisboa de 2007 e é considerado essencial para a competitividade da UE em um nível internacional. Já em 1986, o objetivo de integração financeira foi afirmado no *Single European Act* e cobria basicamente duas idéias principais: a eliminação de barreiras para a livre circulação de capitais e total liberdade para oferecer serviços financeiros. O sucesso deste objetivo depende basicamente de uma regulamentação única e a existência de infra-estruturas integradas. Estes aspectos fundamentais para uma integração financeira serão abordados de forma a identificar as principais realizações e desafios. Para isso, serão utilizados documentos publicados pela Comissão Européia e pelo BCE e também estudos de outras fontes.

O trabalho é composto por esta introdução e por mais três capítulos. O primeiro resume os fundamentos teóricos sobre áreas monetárias ótimas - AMO e suas relações com integração financeira e diversificação de risco. O capítulo II apresenta a discussão teórica sobre AMO aplicada ao caso europeu e também apresenta as iniciativas dos órgãos reguladores europeus. O capítulo III, por fim, discute os avanços alcançados na integração financeira na Europa do euro. Seguem-se algumas conclusões ao final.

1. A TEORIA DAS ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS E A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA

Este capítulo apresenta uma revisão da teoria das áreas monetárias ótimas – AMO, com destaque para a introdução da integração financeira como importante elemento para contornar as restrições impostas pela existência de rigidez na mobilidade de fatores entre países interessados na unificação monetária. Desenvolvidas nos anos 1970, as reflexões nesse sentido foram apresentadas por Mundell (1973) e formaram o chamado "Mundell II", para destacá-las das análises sobre a integração monetária focadas exclusivamente na mobilidade do trabalho e na política fiscal.

1.1. As origens da teoria das AMO

A teoria das AMO foi desenvolvida durante os debates sobre os benefícios e custos dos diferentes tipos de regimes cambiais após a segunda guerra mundial. Naquela época, a maioria dos países fixou suas moedas em relação ao dólar americano, que por sua vez, tinha uma taxa de conversibilidade física em relação ao ouro. O sistema de Bretton-Woods de câmbio fixo foi duramente criticado durante os anos 50 e dois argumentos básicos eram colocados a favor de regimes cambiais flexíveis: a) instrumento mais apropriado para corrigir desbalanceamentos da conta corrente e; b) maior liberdade aos países para perseguir objetivos domésticos de política macroeconômica.

O debate sobre a teoria de áreas monetárias ótimas iniciou realmente com a publicação do primeiro artigo de Mundell definindo os conceitos de áreas monetárias ótimas enfatizando a mobilidade de fatores internos e externos. Neste primeiro trabalho, Mundell pondera a utilização de regimes de câmbio flexíveis. A principal justificativa para a adoção de taxas de câmbio flexíveis pode ser compreendida por meio do exemplo de uma relação comercial entre dois países (A e B). Admitindo-se um deslocamento da demanda de produtos do país A para os produtos do país B, tem-se como efeito um nível de desemprego maior em A e uma inflação mais elevada em B. Nesta situação, a taxa de câmbio flexível funcionaria como um estabilizador automático, ou seja, uma depreciação da moeda no país A (ou uma apreciação no país B) corrigiria o desequilíbrio externo e, além disso, reduziria o nível de desemprego em A e diminuiria a inflação em B.

Sob a interpretação de Mundell (1961), o uso de um regime de câmbio fixo para uma AMO está condicionado a uma alta mobilidade geográfica dos fatores. Por outro

lado, no caso de baixa mobilidade de fatores, a adoção do câmbio flexível seria o elemento responsável por garantir a mobilidade adequada entre as regiões.

Vamos imaginar o mesmo exemplo anterior, entretanto agora esses dois países não são países, mas sim regiões de um mesmo país que possui uma única moeda, ou seja, usaremos o caso do câmbio fixo, dado que estas duas regiões estão sob a mesma área monetária (até aqui, não necessariamente, ótima). A autoridade monetária poderia atuar com políticas expansionistas para reduzir efeitos depressivos em A. Todavia, ao mesmo tempo, isto levaria a maiores problemas inflacionários na região B. Para corrigir a região B, a autoridade monetária deveria aplicar políticas restritivas, porém isso acarretaria a uma depressão ainda maior na região A. Não há como o país enfrentar esse problema sem perdas para alguma das regiões, sendo que a solução ótima depende das preferências da população local e da autoridade monetária, ocasionando talvez uma solução intermediária entre um pouco de desemprego em A e um pouco de inflação em B.

O exemplo anterior é de uma de área monetária não ótima. O país acima é uma área monetária, dado que uma mesma moeda atua sobre todo o seu território, que compreende as regiões A e B, mas não é ótima. Para auxiliar a entender o motivo pelo qual a área não é ótima, podemos ilustrar dois conceitos importantes: choques assimétricos e mobilidade de fatores. O que aconteceu às regiões A e B? Elas sofreram choques assimétricos, reagiram de formas diferentes a um mesmo choque externo. Além disso, as economias das duas regiões poderiam voltar ao equilíbrio, caso houvesse mobilidade de mão-de-obra, num fluxo de A para B, diminuindo o desemprego em A e reduzindo pressões inflacionárias de B.

Quanto mais as regiões reagirem de forma semelhante a choques externos e quanto mais livremente os fatores forem móveis entre duas regiões, mais fortemente essa região se aproximará de uma área monetária, agora, ótima.

Mundell (1961) defende que a mobilidade de fatores é o ponto central na definição de uma área monetária ótima: quanto maior a mobilidade de mão-de-obra internamente a uma região e menor essa mobilidade através das fronteiras dessa mesma região, mais esta se apresenta como uma área monetária ótima. Se a mobilidade dos fatores for insuficiente dentro das fronteiras de uma região, esta poderá apresentar focos de desemprego e inflação mesmo com a taxa de câmbio flexível. Com o mesmo raciocínio, caso haja grande mobilidade de fatores entre as fronteiras de certos países as taxas flexíveis tornam-se desnecessárias. O argumento de Mundell é resumido ao defender que o regime cambial fixo é melhor entre áreas

onde há mobilidade de fatores e pior entre áreas onde não há mobilidade de fatores (nesse caso o regime flexível é mais indicado).

"I have argued that the stabilization argument for flexible exchange rates is valid only if it is based on regional currency areas. If the world can be divided into regions within each of which there is factor mobility and between which there is factor immobility, then each of these regions should have a separate currency which fluctuates relative to all other currencies". (Mundell 1961)

Por meio dos conceitos iniciais de Mundell, McKinnon (1963) argumenta que o tamanho da economia e seu grau de abertura (relação entre produção de bens comercializáveis e não comercializáveis) são variáveis fundamentais na determinação de uma área monetária ótima. O autor diz que este argumento deve ser somado ao critério geográfico de Mundell para que tenhamos uma melhor visão do que seria uma AMO.

McKinnon considera então a existência de áreas monetárias ótimas relativamente ao tamanho da região e à proporção entre bens comercializáveis (*tradables*) e não comercializáveis (*non-tradables*). O grau de imobilidade inter-industrial é considerado um obstáculo a ser vencido, mas este critério baseado no tamanho e grau de abertura da economia tem de ser somado ao critério de mobilidade de fatores puramente geográfico para que se determine da melhor maneira possível qual é a área monetária ótima em questão.

O autor basicamente argumenta que para uma economia aberta, a taxa de câmbio não é o instrumento apropriado de política macroeconômica. Este instrumento não seria tão eficiente e também colocaria em risco a estabilidade dos preços. A depreciação de uma moeda aumentaria os preços de bens comercializáveis (tanto importação como exportação). Se o grau de abertura da economia for substancial, então os preços domésticos sofrerão desbalanceamentos e a melhor forma de resolver problemas de balança de pagamentos é através de políticas fiscal e monetária. Assim, para estas economias abertas, os países terão inclinação maior para utilizar um sistema de câmbio fixo, ou terão maior propensão a aderir a uma área monetária.

"... if we move across the spectrum from closed to open economies, flexible exchange rates become both less effective as a control device for external balance and more damaging to internal price level stability". (McKinnon 1963 p. 719)

Alguns anos mais tarde, Kenen (1969) adiciona mais um critério para estabelecer uma área monetária ótima. Seu argumento é baseado no grau de diversificação de uma economia: quanto mais diversificada for uma economia, mais incentivos ela teria para formar uma união monetária. Isso ocorreria porque essa economia seria pouco dependente de variações cambiais para se proteger de choques assimétricos, podendo contar com câmbio fixo entre seus parceiros na união.

O argumento de Kenen significa que se um país possui um parque produtivo pouco diversificado então será mais custoso suportar o risco de choques específicos sobre aqueles produtos, caso se opere com taxas de câmbio fixas. Esse custo seria diluído se a economia fosse mais diversificada, embora só fosse neutralizado caso a taxa de câmbio fosse flexível.

Outra contribuição de Kenen refere-se à sugestão de se usar o sistema fiscal para compensar a falta de mobilidade de mão-de-obra em determinadas áreas monetárias. No caso da área sofrer choques assimétricos, os países menos impactados aumentariam sua arrecadação de impostos, ao passo que os países mais afetados poderiam reduzir sua arrecadação. Isso permitiria a manutenção dos níveis de arrecadação anteriores ao choque e ajudaria a estabilizar a área monetária.

Como um resumo da teoria da AMO inicial, temos o debate entre Mundell, McKinnon e Kenen sobre essencialmente regimes de câmbio fixo e flexível durante período pós-guerra. Mundell define AMO basicamente em termos de mobilidade interna de fatores de produção. McKinnon desafia a premissa de Mundell de que as taxas de câmbio flutuantes funcionam com efetividade. Analisando economias pequenas e abertas, ele demonstra que uma desvalorização não é eficiente para corrigir a balança comercial e ainda pode trazer prejuízos à estabilidade de preços. Este foi um argumento para países pequenos e abertos como Bélgica e Holanda. Quanto maior a abertura comercial, maior a vulnerabilidade do país aos efeitos negativos de um câmbio flexível através da instabilidade de preços. Desta forma, mais propenso o país estará para aderir a um regime de câmbio fixo ou para aderir a uma união monetária. Kenen já foca na natureza dos choques externos. Um alto grau de diversificação diminui a necessidade de câmbios flexíveis, uma vez que uma queda de demanda de um produto poderia ser compensada pelo aumento em outro. Este seria um argumento para a união monetária européia, já que a maioria dos países da comunidade européia possui tipicamente estruturas de indústrias diversificadas.

1.2. A Incorporação dos Fatores Financeiros na Teoria das AMO

Uma união monetária traz benefícios e custos distintos para todos os países membros. Os benefícios de modo geral podem ser classificados como: a) redução dos custos de transação; b) aumento de comércio devido à estabilidade cambial, alocação mais eficiente de recursos, ganhos de escala e competitividade no exterior; c) menor variabilidade de preços relativos/maior credibilidade no combate à inflação; d) redução do risco-país e das taxas de juros, maior estabilidade econômica e menor necessidade de reservas cambiais. Embora haja dúvidas e divergências em relação a alguns dos benefícios ou ao menos em sua magnitude, não há dúvidas em relação ao principal custo da adoção de uma união monetária. Este custo provém da perda das políticas monetária e cambial como instrumentos de política econômica. Ao fazer parte de uma união monetária o país perde a liberdade de alterar as taxas de juros e de câmbio de maneira independente. Isso se traduz em um custo quando a região sofre choques assimétricos que geram uma resposta da política monetária necessariamente simétrica entre todo o bloco. A assimetria refere-se ao fato de que os países sofrem diferentes tipos de choques e têm diferentes mecanismos de transmissão. Sendo então não-ótima, a resposta ao choque, podemos ter uma maior variabilidade das taxas de inflação e/ou de desemprego, em relação as que seriam verificadas, caso a resposta a esses choques pudesse ser independente (câmbio flexível entre os membros do bloco ou diferentes políticas monetárias).

Para atenuar os efeitos de choques adversos assimétricos e substituir, ao menos parcialmente, o papel das taxas de câmbio e política monetária, existem basicamente dois mecanismos. Conforme explica De Grauwe (2004), estes mecanismos são a flexibilidade dos salários e a mobilidade do trabalho. Mundell (1961) defende que a mobilidade de fatores é o ponto central na definição de uma área monetária ótima: quanto maior a mobilidade de mão-de-obra internamente a uma região e menor essa mobilidade através das fronteiras dessa mesma região, mais esta se apresenta como uma área monetária ótima. Caso a mobilidade dos fatores seja insuficiente dentro das fronteiras de uma região, esta poderá apresentar focos de desemprego e inflação. Este ensaio inicial sobre a teoria das áreas monetárias ótimas coloca em questão a flexibilidade de fatores dentro da área do euro.

Tradicionalmente, apesar da proximidade física, é pouco intuitivo assumir que um choque específico na França fará com que os franceses mudem para a Itália em busca de emprego ou que um choque de demanda na Alemanha implique a migração de alemães para Portugal. Da mesma forma, problemas com a rigidez dos salários

não suportam um ajuste automático entre os países. Apesar de os países compartilharem uma moeda única, as culturas, tradições, idiomas, regulamentações fiscais, legais, etc. continuam bastante distintos entre os países e dificultam o ajustamento econômico na ocorrência de choques assimétricos. Apesar de alguns estudos indicarem que a Europa do euro não é uma área monetária totalmente ótima, isso também não quer dizer que os países que compõem a área do euro não estão melhores do que com a continuação de suas antigas moedas nacionais. Janiak e Wasmer (2008) realizaram um estudo sobre o aumento ou redução da convergência e velocidade do mercado de trabalho após a introdução do euro e não encontraram evidências de uma melhora após a introdução do euro. Adicionalmente, indicam que a mobilidade do trabalho na Europa é muito menor comparado ao dos Estados Unidos.

Em 1973 Mundell reconsidera alguns aspectos de sua teoria inicial em face das novas condições econômicas mundiais. No início da década de 1970, a mobilidade de capitais se apresentava com muito mais intensidade e uma tendência mundial comparado aos anos 50 e 60 onde o controle de capitais predominava na maioria dos países. Diante deste novo cenário, Mundell reformula seus pensamentos e indica que é possível a formação de uma área monetária ótima, mesmo que os países sofram choques assimétricos, apesar de o sincronismo das economias continuar sendo desejado. Porém isso somente seria possível na existência de uma integração financeira que possibilite a diversificação de risco entre os países. A diversificação de riscos essencialmente faz com que a renda e o consumo de uma região individual dependam parcialmente do produto de outra região ao invés de basear-se somente no produto de sua região. Como o produto de várias regiões tende a ser menos volátil que o produto de uma única região, a diversificação de risco diminui a volatilidade da renda e consumo. Desta forma, uma área monetária ótima pode ser construída, incluindo países que possuem choques assimétricos, desde que esses países tenham “seguro” ou investimentos recíprocos. Este é um importante aspecto da literatura na discussão do tamanho ideal de uma região monetária e importante conceito no debate do aumento da união monetária europeia. Em outras palavras, os novos países da comunidade europeia não necessariamente precisam esperar uma assimetria dos ciclos de negócios para se unirem ao euro. Dado que os conceitos e argumentos são diferenciados de seus trabalhos iniciais sobre o assunto, chamaremos de segunda fase de Mundell ou simplesmente Mundell II.

Em consonância com argumentos da segunda fase de Mundell, De Grauwe (2004) coloca que, mesmo que os salários não sejam totalmente flexíveis, ou que a mão-de-obra não tenha grande mobilidade, pode ser criado mecanismos de

diversificação de riscos contra choques assimétricos. Esses mecanismos de seguro poderiam ser tanto de caráter público quanto privado. No caso dos mecanismos públicos, De Grauwe (2004) cita esquemas de transferências fiscais do país que sofreu um choque positivo para o que sofreu um choque negativo. Ainda de acordo com o autor, a segunda forma de operar esquemas de diversificação de riscos contra choques assimétricos é fazendo uso dos mercados financeiros. Caso os mercados financeiros da região sejam totalmente integrados, os efeitos de choques assimétricos são diluídos, pois os ativos financeiros da região são detidos por habitantes de todos os países da região. E finalmente, o terceiro mecanismo é o crédito, de onde as instituições financeiras podem alocar recursos para as regiões mais impactadas aliviando, assim, temporariamente o impacto no consumo e renda.

Somente em 2001, McKinnon redescobre uma segunda contribuição de Mundell que foi escrito em 1973 (*“Uncommon Arguments for Common Currencies”*). Em Mundell II, a integração financeira ganha um papel crucial na formação de áreas monetárias ótimas.

Esta nova fase de Mundell pressupõe uma total mobilidade de capitais. Situação que começava a emergir nos anos 70, porém era bastante remota nos anos 60 quando escreveu seus primeiros artigos sobre o assunto. Nas décadas de 1950 e 1960, a maior parte dos países industriais tinha controle de capitais limitando uma perspectiva sobre diversificação de risco. Em um cenário com mobilidade total de capitais, Mundell II indica que a taxa de câmbio deixa de ser um instrumento estabilizador. Ao contrário, Mundell indica que a taxa de câmbio torna-se um alvo de movimentos especulativos que desestabilizam a economia e são fontes de grandes choques assimétricos. Desta forma, a visão inicial de Mundell, de que a taxa de câmbio poderia ser utilizado para estabilizar a economia contra choques assimétricos, deveria ser implicitamente abandonada neste momento. A visão de Mundell II deixa claro que o mercado de câmbio não é eficiente e não deve ser utilizado para guiar as economias para o estado de equilíbrio.

Um segundo aspecto importante desta nova fase é que os mercados de capitais devem ser totalmente integrados para que possam ser utilizados como forma de proteção contra choques assimétricos (ver Asdrubali et. al. (1996)). Segundo Mundell, os países que não fazem parte da união monetária não podem se beneficiar da proteção contra riscos assimétricos devido aos elevados prêmios de risco do mercado de câmbio. Estes altos custos impedem, portanto, os países externos à união monetária de se beneficiarem de uma diversificação de risco (*risk sharing*) do mercado

de capitais na mesma intensidade de que se estivessem dentro da união monetária. Com esta análise, Mundell se tornou um dos principais promotores da união monetária européia. Uma passagem de seu artigo reflete o conceito de diversificação de risco:

“If two countries form a currency area the domain of risk sharing is extended A harvest failure, strikes or war in one of the countries causes a loss of real income, but the use of a common currency allows the country to run down its currency holdings and cushion the impact of the loss, drawing on the resources of the other country until the cost of adjustment has been efficiently spread over the future”. (Mundell 1973)

Outro trabalho de Mundell em 1973 intitulado *“A Plan for a European Currency”* deixa claro seu entusiasmo para uma experiência européia. É interessante notar que, de acordo com McKinnon (2004) e Mongelli (2002), a primeira fase de Mundell coloca as bases para um ceticismo sobre as áreas monetárias ótimas na Europa, ao passo que a segunda fase de Mundell é exatamente o contrário. Colocado por McKinnon, Mundell acaba sendo o pai dos dois lados do debate sendo que a segunda fase triunfou sobre a primeira com a implementação do euro.

1.3. Definição de Integração Financeira

Neste trabalho, a definição de integração financeira adotada estará baseada nos conceitos de Baele (2004) que foi um dos responsáveis pelo desenvolvimento da metodologia de mensuração da integração financeira para o Banco Central Europeu. Segundo o autor, o mercado é considerado totalmente integrado se todos os potenciais participantes deste mercado tiverem as seguintes características: i) possuem exatamente as mesmas regras quando optam pelo instrumento ou serviço financeiro; ii) possuem a mesma facilidade de acesso aos serviços e/ou instrumentos financeiros; iii) possuem o mesmo tratamento quando estão ativos no mercado. Esta definição contém três aspectos importantes a serem analisados a seguir, conforme Baele (2004).

Primeiramente, a definição é independente das estruturas financeiras dentro da região. Estruturas financeiras compreendem todos os intermediários financeiros, instituições ou mercados, e como estes agentes se relacionam entre si com respeito ao fluxo de recursos entre a sociedade, governos e empresas. É bastante comum que haja estruturas financeiras diferenciadas entre as regiões ou países anterior à ocorrência da integração financeira. Adicionalmente, não é surpreendente que as estruturas continuem diferenciadas após a integração financeira.

Em segundo lugar, fricção no processo de intermediação (exemplo: acesso ou investimento através de instituições financeiras ou mercados) pode persistir após uma integração financeira. A definição de integração financeira enfatiza o ponto de que não é a remoção dos empecilhos ou fricções que resulta em ótima alocação de capital. A integração financeira está focada nos efeitos simétricos e assimétricos dos empecilhos ou fricções de investimento. O exemplo de Baele (2004) a seguir ilustra essa questão. O autor considerou França e Alemanha como diferentes regiões financeiras. Adicionalmente supôs que, para realizar negócios na França, é necessário que os contratos sejam escritos em francês. Neste exemplo, os alemães, realizando negócios na França, terão um tratamento assimétrico em relação aos franceses, já que terão de incorrer em custos de tradução. Agora suponha que os contratos tanto na França como na Alemanha tenham de ser realizados em uma terceira língua. Desta forma, ambos os países terão tratamento simétrico em relação a este empecilho e que, portanto, isto não constitui uma barreira para uma integração financeira entre os dois países.

Finalmente, esta definição de integração financeira segrega aspectos importantes dos dois constituintes de um mercado, oferta e demanda. Uma integração completa requer o mesmo acesso a bancos, plataformas de negociação ou câmaras de liquidação e compensação para ambos investidores (demanda por investimento) e empresas (oferta de investimento, por exemplo através de suas ações ou títulos de dívida) independente de sua região de origem. Uma vez que o acesso é perfeitamente igual, uma integração completa assume que não há qualquer discriminação em relação aos outros participantes do mercado baseado na sua localização de origem. Quando há uma discriminação contra investimentos estrangeiros, devido a diversos fatores, como exemplo questões jurídicas, então a região não é integrada financeiramente.

Esta definição de integração financeira está diretamente vinculada com a lei de um preço único (*"Law of One Price"*). Esta lei implica que se os ativos tiverem o mesmo nível de risco, então a expectativa dos retornos deve ser igual, não importando onde se localiza a origem do emitente. Ou ainda, ativos com o mesmo nível de risco que geram fluxos de caixa idênticos deveriam ser negociados no mesmo nível de preços. Antes de 1999, os retornos de um ativo específico em um país poderiam diferir de forma significativa dos retornos esperados do mesmo ativo em outro país, dado a percepção de risco do mercado cambial. Se os ativos possuem as mesmas características, então os preços deveriam ser iguais, ou os mercados se ajustariam para evitar tal arbitragem. A restrição da análise da lei de um preço único é que

somente pode-se observar ou comparar ativos que são listados publicamente em bolsa de valores. Porém, dada a dificuldade de testar a integração financeira em ativos não negociados em bolsas de valores, uma parte dos estudos não testam diretamente a lei de um preço único e procuram outros tipos de indicadores.

1.4. Integração Financeira e Sincronia dos Ciclos Econômicos

Na primeira fase de Mundell, a sincronia dos ciclos econômicos é um pré-requisito para a formação de uma área monetária ótima. Já, na segunda fase, este aspecto continua sendo importante e desejável, porém não mais fundamental. Esta seção do trabalho pretende discutir alguns aspectos da integração comercial e financeira no bloco monetário e seus impactos na sincronia dos ciclos econômicos.

Para iniciar esta discussão, é interessante mencionar uma discussão teórica sobre os efeitos endógenos de uma união monetária. Trata-se de uma discussão que deveria responder se uma união monetária faz com que os países membros se tornem mais próximos. Sem dúvida, a introdução da união monetária europeia gerou bastante debate neste sentido iniciado por Andrew Rose e Jeffrey Frankel (1996 e 1997). Em seus diversos estudos, Rose e Frankel indicam que a integração monetária leva a um significativo aumento da integração comercial entre os países do bloco. A implicação para a união monetária europeia é que a área do euro poderia tornar-se uma área monetária ótima após a introdução da união monetária mesmo que antes da introdução, os países não tivessem as propriedades necessárias para a formação de uma área monetária ótima.

*“...countries which join EMU, no matter what their motivation may be, may satisfy optimum currency area properties ex-post even if they do not ex-ante”
(Rose e Frankel 1997)*

Este conceito foi denominado como o efeito da endogeneidade da área monetária. De acordo com Rose e Frankel, o efeito desta endogeneidade é baseado em dois fatores principais. O primeiro é que o grau de abertura comercial entre os países membros deve aumentar. Embora este conceito seja normalmente aceito, há uma discussão em termos de sua magnitude. O segundo fator é a relação positiva entre integração comercial e correlação da renda. O argumento deste último refere-se a uma redução de custos de comércio exterior além daqueles gerados pela eliminação da incerteza cambial. Uma união monetária facilitaria investimentos diretos entre países do bloco elevando o relacionamento no longo prazo e poderia provocar uma

maior união política. Isso promoveria um aumento do comércio recíproco, maior integração econômica e financeira e maior sincronismo dos ciclos econômicos entre os países que compõem a união monetária. Rose (2000), Rose e van Wincoop (2001) analisaram o efeito de uniões monetárias sobre os fluxos de comércio entre os membros de uma união monetária. Estes autores, segundo De Grauwe (2004), evidenciaram que, na média, o mero fato de pertencer à mesma união monetária dobra-se o tamanho do fluxo de comércio.

A Comissão Europeia (1990), na mesma linha de Rose e Frankel, afirma que diferentes choques assimétricos na demanda ocorrerão com menos frequência em uma união monetária, pois o comércio entre nações industriais é amplamente um comércio intra-industrial. Além disso, o comércio na união monetária europeia, segundo De Grauwe (2004), é baseado na existência de economias de escala e competição imperfeita, ou seja, na diferenciação de produtos. Desta forma, a estrutura de comércio em tais países consiste essencialmente de compra e venda de produtos de igual categoria entre os mesmos (intra-industrial). Com efeito, a maioria dos choques de demanda afetará estes países de uma maneira similar. Neste sentido, a remoção de barreiras comerciais somada à complementação de um mercado único reforçará estas tendências. Como resultado, a maioria dos choques tenderá a ter efeitos similares e, ao invés de serem assimétricos, eles tenderão a ser mais simétricos conforme De Grauwe (2004).

A visão contrária de Krugman (1993) está calcada no argumento de que a integração comercial que ocorre como resultado de economias de escala também traz consigo concentração regional de atividades industriais. A essência do raciocínio parte da idéia de que o declínio dos impedimentos para comercializar tem dois efeitos opostos na localização das indústrias. Possibilita a produção a se localizar próximo ao mercado final e, ao mesmo tempo, facilita a concentração industrial para a maximização de lucros provenientes das economias de escala.

Deste modo, um conjunto de países que planejam um mercado integrado pode estar sujeito a concentrações regionais das atividades econômicas. Com isso choques setoriais específicos podem resultar em choques específicos de países, que se traduz em maior frequência de choques assimétricos. Portanto, países que estejam diante destes choques poderiam preferir usar a taxa de câmbio como instrumento de política econômica para corrigir esses distúrbios, ao passo que tenderiam a diminuir a possibilidade de aceitar uma união monetária.

Em resumo, segundo o ponto de vista da Comissão Europeia (1990), De Grauwe (2004) e Rose e Frankel (1996, 1997), quanto maior o grau de integração econômica menos freqüentemente choques assimétricos irão ocorrer, logo renda e emprego tenderão a divergir menos entre os países envolvidos. E, de modo contrário, Krugman (1993) assegura que, ao aumentar a integração comercial, os países nele envolvidos se tornarão mais especializados de maneira que estarão mais propensos a choques assimétricos.

Alesina e Barro (2002) indicam que esta questão de especialização (e conseqüente menor sincronia de ciclos econômicos) deve ser respondido dependendo do tipo de comércio entre as regiões. Se os países tiverem um comércio intra-industrial (produtos de uma indústria somente), uma maior integração comercial acarretará maior sincronismo. Porém se o comércio for inter-industrial (produtos de indústrias diferentes), um aumento do comércio pode induzir a uma especialização e menor simetria de ciclos econômicos pois choques específicos em determinada indústria afetaria somente um único país.

Apesar de Rose e Frankel abordarem a endogeneidade mais focada na integração comercial, outros autores como De Grauwe e Mongelli (2004) aumentam o escopo do conceito abrangendo também a endogeneidade da integração financeira, abordando os esquemas de diversificação de risco gerado pela integração dos mercados de capitais. De acordo com De Grauwe e Mongelli (2004), a integração financeira gera benefícios amplamente aceitos como maior eficiência na alocação de capital e maior crescimento econômico. Além desses, a integração financeira pode resultar em uma fonte importante de diversificação de riscos contra choques assimétricos. Ainda segundo estes autores, uma união monetária leva a um aumento da integração financeira, assim como aumentaria de forma endógena a diversificação de risco contra choques assimétricos, reduzindo, assim, os custos de uma união monetária.

Segundo Schiavo (2005), a eliminação do risco da taxa cambial extingue com um dos principais determinantes da segmentação de mercado. Em segundo lugar, a ausência do risco cambial aumenta a taxa de substituição de ativos e, portanto, eleva a mobilidade de capital. Schiavo (2005) coloca que a relação entre integração financeira e ciclos econômicos não são tão diretos. De acordo com Schiavo (2005), os defensores da teoria da especialização de Krugman argumentam que a integração financeira incentiva a especialização e leva portanto a um menor sincronismo de ciclos econômicos. Enquanto a concentração em determinados setores produtivos trazem

maiores retornos, a economia da união monetária fica mais exposta a choques assimétricos. Adicionalmente, a integração financeira propicia aos agentes econômicos um melhor “seguro” contra riscos específicos da produção incentivando, assim, a especialização. Esse argumento foi testado por Kalemli-Ozcan et. al. (2001, 2003). O primeiro artigo dos autores mostra que regiões com um sistema produtivo mais especializado exibem menor correlação com flutuações no produto, ou seja, menor sincronismo. O segundo artigo introduz a relação entre integração do mercado de capitais e maior especialização na produção. Juntos, estes artigos suportam a hipótese de que a integração financeira conduz para uma menor sincronia dos ciclos de negócios. O artigo segue argumentando que a integração financeira elimina o efeito de uma maior simetria dos ciclos econômicos devido a menores barreiras comerciais. Imbs (2003) menciona que Kalemli-Ozcan (2001) suporta a existência de uma relação significativamente positiva entre especialização e diversificação de risco. Assim, uma elevada integração financeira afeta negativamente a relação com ciclos de negócios através de seu efeito da especialização.

Esses argumentos colidem com as conclusões de Rose e Engel (2002). Tais autores indicam que ciclos econômicos são altamente sincronizados entre os países de uma área monetária comparado a países externos a estes. Darvas e Szapary (2004) encontram evidências na união monetária européia de que os ciclos econômicos estão muito mais sincronizados após 1993. Adicionalmente, Schiavo (2005) também conclui que há evidências robustas e consistentes que a união monetária aumenta a integração do mercado de capitais que, por sua vez, realimenta o sistema fazendo com que os ciclos econômicos sejam mais simétricos. Além disso, Schiavo concorda com Rose e Frankel (1997) ao mencionar que países são melhores candidatos a se juntarem à união monetária *ex post* que *ex ante* (endogeneidade da área monetária) sob a perspectiva da integração financeira.

Imbs (2004) oferece uma conclusão conciliadora indicando que economias com maior integração financeira são mais sincronizadas apesar do fato de também serem mais especializadas. Outro fator conciliador neste debate encontra-se no próprio trabalho de Kalemli-Ozcan (2004) indicando que, apesar de uma maior integração financeira resultar em menor sincronismo do produto, autores suportam a hipótese de que uma maior integração financeira leva a um maior sincronismo do consumo e renda.

Outro aspecto interessante em Schiavo (2005) indica que a integração financeira está relacionada com a dinâmica de crescimento setorial. O autor indica que há uma robusta evidência de que setores industriais intensivos em capital se

desenvolvem mais rapidamente em países onde há maior eficiência e integração do mercado de capitais. A hipótese assumida é que a redução de custo de financiamento externo e maior competitividade do setor bancário permitem indústrias dependentes de financiamento a crescerem mais rápido.

1.5. Integração Financeira e Diversificação de Risco (*Risk Sharing*)

Conforme conceito de Mundell II, países com ciclos de negócios menos sincronizados se beneficiam da propriedade de diversificação de risco em uma união monetária com alto grau de integração financeira. Os próximos parágrafos exploram os conceitos de diversificação de risco e ilustram exemplos e consequências para o caso da união monetária européia.

De acordo com Sorensen e Yosha (1999), a diversificação de risco (*risk sharing*) reduz a volatilidade da renda e consumo de uma região. Autores exemplificam que riscos são compartilhados entre um grupo de estados ou regiões. A diversificação de riscos essencialmente faz com que a renda e o consumo de uma região individual dependam parcialmente do produto de outra região ao invés de basear-se somente no produto de sua região. Como o produto de varias regiões tendem a ser menos volátil que o produto de uma única região, a diversificação de risco diminui a volatilidade da renda e consumo.

Sorensen e Yosha (1999) ilustram três instrumentos de diversificação de risco. O primeiro são os instrumentos financeiros como ações, opções e futuros, assim como apólices de seguro contra desastres naturais facilitam e diluem também o risco entre os países. Um mercado de capitais acessível e integrado é essencial para que haja uma diversificação de riscos através deste “seguro” de renda. O segundo mecanismo ocorre através das transferências fiscais do governo. Quando há um choque em uma região específica, o governo central pode, através de uma política fiscal ativa, alocar recursos específicos para suavizar o impacto do choque. O terceiro mecanismo trata-se da suavização do consumo, que envolve basicamente a utilização de crédito da região afetada com recursos de poupança da região não afetada pelo choque.

A utilização e eficiência destes mecanismos dependem fundamentalmente da duração do choque. Se for um choque assimétrico de curto prazo, qualquer um dos três mecanismos mencionados pode ser utilizado de forma eficiente para diversificar e suavizar o risco. Por exemplo, a renda proveniente de uma diversificação de investimentos (outros países do bloco) pode ajudar um país a suavizar o impacto de

uma redução de salários causado por um choque específico de curto prazo. Neste caso a diversificação de portfólio propicia um “seguro” contra flutuações de renda. Na ausência de investimentos, este país poderá suavizar o impacto no consumo através de empréstimos. Adicionalmente é importante salientar que os mecanismos de crédito e mercado de capitais funcionam em ordem cronológica diferente. O mercado de capitais possibilita a diversificação de risco antes de um choque e o mercado de crédito facilita a diversificação do risco após a ocorrência de um choque.

Dado a inexistência de uma barreira cambial e unificação das políticas cambial e monetária, a maior parte dos estudos sugere uma elevação do comércio entre os países. A primeira hipótese é que esse aumento do comércio pode gerar uma especialização da indústria, gerando ciclos de negócios assimétricos entre países aumentando assim o custo de adesão a uma união monetária. Como colocado anteriormente, Krugman afirma que a redução de barreiras comerciais incentivam a especialização ao passo que Kalemli-Ozcan et. al. (2003) concordam com o argumento da especialização, porém ela é uma relação causal originada de uma maior integração financeira e possibilidade de diversificação de risco. O resultado de ambas as teorias é uma maior assimetria de ciclos de negócios. Kalemli-Ozcan et. al. (2003) vão mais adiante e sugerem que, apesar de maior assimetria do produto, a diversificação de risco suporta uma maior simetria no consumo e renda. Kalemli-Ozcan et. al. (2004) mencionam que esta discussão de assimetria no produto comparado com a assimetria na renda e consumo é um assunto pouco explorado na literatura. Autores sugerem que a assimetria do produto é claramente um determinante na assimetria da renda e consumo, mas que esta assimetria pode ser mitigada se o nível de diversificação for elevado. Em comentários sobre a diversificação de risco na União Européia, Kalemli-Ozcan et. al. (2004) deixam evidente a posição de que a assimetria da renda e consumo pode ser diferente da assimetria do produto, assim como ocorre nos Estados Unidos:

“... While an increase in risk sharing may encourage more industrial specialization and thereby more asymmetry of output (other things equal) this need not lead to more asymmetry of income (and consumption) across countries. Indeed, for the United States the asymmetry of state-level income is much lower than the asymmetry of state-level output ... Asymmetry of output is obviously a determinant of income asymmetry, but this asymmetry is directly mitigated if inter-country risk sharing is significant...” (Kalemli et. al. 2004)

Em resumo, mesmo que a união monetária leve a uma maior especialização da indústria e conseqüente assimetria de ciclos de negócios, uma maior integração

financeira poderá resultar em maior diversificação de risco (reduzindo assim o impacto na renda e consumo da população).

A segunda hipótese é que o aumento do comércio resulta em uma maior congruência dos ciclos econômicos entre os países que compõem a união monetária. O resultado desta hipótese é um custo menor para os países formarem uma união monetária. A integração financeira é importante para a diversificação de risco (*risk sharing*), contribuindo assim, para uma convergência de ciclos de negócios ainda maior. Conforme Mundell II, a convergência dos ciclos econômicos continua a ser desejada mesmo com os mecanismos de diversificação de risco.

Segundo Bower (2006), em uma união monetária, a integração financeira pode se desenvolver em um poderoso mecanismo de diversificação de risco (*risk sharing*) por gerar um seguro de renda entre os países da união monetária. Na mesma linha de pensamento, Imbs (2004) indica que um aumento na integração financeira não somente gera uma correlação de renda maior entre os países, mas também aumenta a correlação do produto. Bower (2006) faz uma análise da integração financeira e da diversificação de risco entre os países da zona do euro e dos novos países da união européia e sugere que a maior integração financeira está associada a um nível mais elevado de diversificação de risco nos países do bloco do euro comparado aos novos membros da união européia.

Asdrubali et. al. (1996) desenvolveram uma metodologia para mensurar a diversificação de risco que é bastante utilizada, inclusive pela Comissão Européia. Conceitualmente e de forma simplificada, a diversificação de risco é mensurada através da variação no produto decorrente de um choque específico comparado com a variação na renda e consumo. De acordo com estudo, Asdrubali et al. (1996) ilustram a diversificação de risco nos Estados Unidos por categoria e indicam que: a) 25% dos choques no produto não podem ser suavizados; b) 39% são suavizados através do seguro de renda (diversificação de portfólios e uso de instrumentos financeiros); c) 13% são suavizados através de políticas fiscais central e; d) 23% são suavizados através do crédito. Kalemli et. al. (2004) realizam uma análise da diversificação de risco nos Estados Unidos e encontram evidências que menos de 50% dos choques no produto são refletidos na renda dado a diversificação de risco tanto do setor privado como público. Esta conclusão está atrelada aos resultados obtidos na análise empírica nos Estados Unidos onde autores identificam uma volatilidade na renda muito inferior ao do produto (por estado). Melitz e Frederic (1999) encontram resultados divergentes

que indicam que a porção do seguro de renda é praticamente igual ao crédito e que a diversificação utilizando políticas fiscais é subestimada.

Melitz e Frederic (1999) adicionam a análise prospectando sobre as lições para a união monetária europeia. Baseado em sua análise, aproximadamente 75%-80% dos choques no produto ainda não são suavizados dentro da União Europeia. Esta conclusão preliminar baseia-se em maior diversificação através do crédito e do seguro de renda. Melitz e Frederic indica a existência de muitas críticas sobre a ausência de um mecanismo fiscal central eficiente na união monetária europeia, porém acreditam que este fato pode aumentar ainda mais a importância e diversificação de risco através de mecanismos de mercado. A existência de transferências fiscais substituiria parcialmente os mecanismos de mercado e não seria um canal de diversificação de risco totalmente incremental. O relatório da Comissão Europeia (2007b) adiciona que o impacto das transferências fiscais para efeitos de diversificação de risco é relativamente pequeno comparado com os Estados Unidos dado o orçamento fiscal da Comunidade Europeia. Neste mesmo relatório, a Comissão Europeia aplica a metodologia de Asdrubali (1996) para analisar a diversificação de risco na área do euro e também para a comunidade europeia. Para o período de 1999-2006, a porção dos riscos suavizados pelos fluxos financeiros é mais alta na região do euro comparado aos países OECD (21.2% versus 8.7%). A suavização através de transferências fiscais somou somente 6.3% na região do euro, como esperado. Um resultado surpreendente foi que a diversificação de risco através do crédito foi menor no período de 1999-2006 comparado ao período anterior a 1999. Um dos motivos mencionados é o baixo nível de integração no mercado de ações comparado ao mercado de dívidas. Como conclusão, o relatório indica que a diversificação de risco na área do euro permanece bem abaixo do nível dos Estados Unidos e, portanto, explica a elevada porção de risco não diversificável na zona do euro (45.6%) comparado ao dos Estados Unidos (25%). Adicionalmente, o relatório indica que há muitas oportunidades de diversificação de risco, principalmente no mercado de ações. Reformas estruturais para consolidação neste mercado também são necessárias para incentivar a integração. Essas reformas estão relacionadas a uma harmonização das regulamentações nesses mercados e também aspectos relacionados ao desempenho do sistema financeiro como transparência e forma como as informações são disseminadas no mercado, governança corporativa e direitos minoritários, homogeneização da supervisão financeira, entre outros. Kalemli et. al. (2004) também realizam um teste sobre o nível de diversificação de risco na União Europeia e concluem que a assimetria do produto tem declinado de forma significativa nos últimos

20 anos. Autores sugerem que esta queda pode estar relacionada com uma política mais coordenada na região. Outro resultado interessante foi uma maior assimetria da renda e consumo comparado com a assimetria do produto. Autores esperam uma inversão de resultados conforme haja uma evolução da integração financeira na região:

“Our expectation is that as financial integration further progresses and cross-border investments become further diversified, the variance of factor income flows will decline and GNP will become less asymmetric than GDP”. (Kalemli et. al. 2004)

Não foi encontrado uma vasta literatura sobre a diversificação de risco na área do euro, porém os estudos encontrados sugerem um nível relativamente baixo. Um dos possíveis motivos mencionado é o nível de integração financeira. As próximas seções abordarão como os órgãos reguladores estão promovendo maior integração financeira e, finalmente o capítulo 3 abordará diretamente o estágio e evoluções da integração financeira na Europa do euro por segmento financeiro.

2. AS INICIATIVAS PARA A INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NA EUROPA

Este capítulo apresenta os desenvolvimentos das reflexões teóricas e das medidas adotadas para a integração financeira na Europa. A primeira seção apresenta uma revisão das reflexões teóricas discutidas no capítulo 1 aplicado ao caso europeu. Em seguida são revistos aspectos institucionais relevantes para o desenvolvimento das iniciativas em curso, em especial da União Européia, Comissão Européia e Banco Central Europeu. Os fatos e políticas foram extraídos diretamente do site da União ou Comissão Européia. Importante salientar que algumas iniciativas destas entidades, principalmente aquelas relacionadas com questões de infra-estrutura do sistema financeiro, serão abordadas com mais detalhes no capítulo seguinte.

2.1. Benefícios e Custos da Integração Monetária: A Discussão do Caso Europeu

Conforme colocado anteriormente, embora haja dúvidas e divergências em relação aos benefícios ou ao menos em sua magnitude, não há dúvidas em relação ao principal custo da adoção de uma união monetária. Este custo provém da perda das políticas monetária e cambial como instrumentos de política econômica. Ao fazer parte de uma união monetária, o país perde a liberdade de alterar as taxas de juros e de câmbio de maneira independente. Isso se traduz em um custo quando a região sofre choques assimétricos que geram uma resposta da política monetária necessariamente simétrica entre todo o bloco. A assimetria refere-se ao fato de que os países sofrem diferentes tipos de choques e têm diferentes mecanismos de transmissão. Sendo então não-ótima a resposta ao choque, podemos ter uma maior variabilidade das taxas de inflação e/ou de desemprego, em relação às que seriam verificadas caso a resposta a esses choques pudesse ser independente (câmbio flexível entre os membros do bloco ou diferentes políticas monetárias). As próximas seções ilustram em detalhes os principais benefícios e custos da união monetária européia.

2.1.1. Benefícios de uma União Monetária

a) Redução dos custos de transação. 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 proteção (*hedge*) cambial. A consequência de menores custos de transação é uma maior eficiência

produtiva. Quanto mais integrados comercialmente forem os países envolvidos, maior seria este benefício. Dito de outra forma, quanto menor e mais aberto o país mais representativos serão esses custos de transação.

A redução de custos de transação representa entre 0,25% e 0,5% do PIB da Comunidade Européia, segundo trabalho de Claassen (1997). Já a Comissão Européia (1990) estimou que os custos de transação nos países com sistemas financeiros bem desenvolvidos seriam de aproximadamente 0,1% do PIB.

Emerson et. al. (1992) fez uma estimativa dos custos de transação que seriam eliminados com a adoção de uma moeda única na Europa, uma década antes disto 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. Embora seus cálculos sejam repletos de hipóteses e extrapolações, seu esforço foi válido e gerou uma estimativa que foi bastante citada. Somando todos os custos envolvidos que poderiam ser economizados, Emerson et. al. (1992) chegaram a uma economia entre 13,1 e 19,2 bilhões de ECU¹, em valores de 1988. Como o PIB dos doze países europeus estudados em 1988 era de quatro trilhões de ECU, os custos calculados como proporção do PIB estariam entre 0,32% e 0,47%.

b) Aumento de comércio devido à estabilidade cambial, alocação mais eficiente de recursos, ganhos de escala e competitividade no exterior. Segundo Emerson et. al. (1992), a redução das incertezas com relação às flutuações cambiais e conseqüente redução dos custos de proteção (*hedge* cambial) fariam que aumentassem os negócios e transações dentro da área monetária. A liberdade de movimentação de capitais promoveria uma alocação mais eficiente de recursos no bloco. Isto ocorreria devido à redução de controles da movimentação de capitais, o que reduz a diferença no tratamento de capital entre os países. O aumento da escala de produção das empresas na região possibilitaria maior competitividade no comércio exterior.

Mas a influência da redução do risco cambial sobre o comércio internacional é uma questão controversa. Fernández-Arias et. al. (2004) estudaram os efeitos de desalinhamentos da taxa de câmbio sobre o comércio e encontraram que, para países

¹ O ECU (*European Currency Unit*) é uma unidade monetária formada pela soma de quantidades fixas de doze das quinze moedas comunitárias, quantidades essas calculadas em razão da importância relativa do produto interno bruto do país e da sua quota-parte no comércio externo da Comunidade. O seu valor resulta, assim, da média ponderada das cotações das moedas que o compõem. Na introdução do euro, o ECU foi substituído pelo euro na paridade 1 para 1.

em desenvolvimento pertencentes a blocos de comércio, 1% de valorização multilateral da taxa de câmbio real na região gera 2,6% de decréscimo nas exportações.

c) Menor variabilidade de preços relativos/maior credibilidade no combate à inflação. Como o câmbio tem papel importante nos índices de preços (através do *passthrough*), uma maior estabilidade cambial proporcionaria uma menor variabilidade dos preços. A menor variabilidade dos preços relativos proporciona ganhos de bem-estar aos indivíduos. Alguns autores como De Grauwe (1994), vão além e alegam que uma união monetária daria maior credibilidade no combate à inflação. Segundo Minford (2002), outro argumento em prol da união monetária é o alegado benefício de facilitar comparações de preços, o que teria como conseqüências uma redução de um tipo de custo de transação e o aumento da competição, levando a uma convergência nos preços.

d) Maior união política e ganhos estratégicos. Uma moeda única pode ser mais forte (em termos de negociações comerciais e financeiras) que o conjunto das moedas em separado, gerando benefícios de caráter político e estratégico. Além dessa possibilidade, temos que o processo de integração levaria necessariamente a uma maior união política entre os países membros. A adoção de uma mesma moeda por um conjunto de países poderia permitir uma maior colaboração política e facilitaria a execução de reformas estruturais. Quanto à união política, esta pode assumir diversas formas: pode ser uma maior coordenação entre os países, uma confederação, uma federação ou até uma mistura desses modelos.

e) Redução do risco-país e das taxas de juros, maior estabilidade econômica e menor necessidade de reservas cambiais. A redução do risco cambial, em relação a terceiros países, poderia também reduzir o risco-país e, conseqüentemente, as taxas de juros (nominais e reais). Por fim, há o possível aumento da formação de capital fixo. Uma queda dos juros poderia então proporcionar ganhos dinâmicos de crescimento.

Para Emerson et. al. (1992), os países com maiores taxas de juros se beneficiarão de uma convergência para os níveis verificados nos países menos inflacionários. Apesar de grande parte dessa redução ser em termos nominais, as taxas reais também podem ser reduzidas caso a percepção de ambos depreciação e risco cambial sejam melhorados. O prêmio de risco que essas margens carregam seriam maiores que as perdas possíveis de senhoriagem, no caso da Comunidade Européia.

A unificação monetária também levaria a uma maior estabilidade econômica ao impedir a ocorrência de *overshootings* cambiais intra-área, mas não eliminam sua ocorrência porque as taxas de câmbio extra-área continuam flexíveis. Além disso, a existência de uma moeda única permitiria a redução do nível de reservas requerido para correção de desequilíbrios entre parceiros comerciais, com a conseqüente redução dos custos (custos de oportunidade).

A maior integração dos mercados financeiros é outro fator de redução das taxas de juros, pois proporcionaria ganhos de escala ao setor que poderiam ser repassados para menores taxas de crédito. Uma forma de atestar a integração dos mercados financeiros de uma união monetária é observar a validade da lei do preço único e a diminuição do diferencial entre as taxas de juros dos títulos emitidos pelos países membros. Abordaremos este assunto com maior profundidade mais adiante, ao analisar o atual estágio da integração financeira.

f) Estímulo a investimentos e crescimento. Este benefício refere-se aos estímulos a novos investimentos internos e a atração de mais investimento estrangeiro direto (IED). De acordo com o BID (2002), a relação entre acordos de integração em geral e variações no investimento estrangeiro direto apresenta duas tendências antagônicas: a) a integração, ao reduzir as barreiras entre os países, pode fazer que algumas empresas decidam não estender suas produções para outros países do bloco, pois não haveria mais a necessidade de produção local para escapar de barreiras comerciais; b) por outro lado, um bloco integrado comercialmente pode significar uma redução dos custos de produção de uma empresa que invista na região, pois durante seu processo produtivo poderá deslocar seus insumos e produtos através das fronteiras dos países membros sem maiores custos alfandegários.

A princípio, se tratarmos o investimento estrangeiro direto como qualquer ativo financeiro, a taxa de câmbio não afetará seu valor, pois os retornos desse ativo se ajustarão para compensar eventuais expectativas de valorização ou desvalorização cambial. Mas, como lembra Férnandez-Árias et. al. (2004), existem canais (por exemplo: mercados de capitais imperfeitos e transferências de tecnologias entre matrizes) pelos quais as taxas de câmbio podem sim afetar o fluxo de IED. Os autores estudaram o efeito de acordos de integração regional sobre a localização de IED e descobriram que os movimentos bilaterais nas taxas de câmbio têm impacto muito maior quando ocorrem dentro de uma região integrada comercialmente: uma depreciação de 1% na taxa de câmbio bilateral aumenta o volume relativo de IED em

1,3 %. Mas entre países que não pertencem a essas áreas o impacto das mudanças cambiais é estatisticamente insignificante.

Desta forma, um regime de câmbio flexível traria um incentivo para desvalorizações competitivas dentro de um bloco regional, na tentativa de atrair mais IED. Esse processo pode não ser sustentável no longo prazo e também gerar atritos políticos entre os membros do bloco. Nesse sentido, uma união monetária proporcionaria mais estabilidade dentro da região. Segundo Emerson et. al. (1992) há evidência de que o investimento estrangeiro direto responde positivamente à estabilidade cambial.

Temos ainda que, conforme De Grauwe (2004), a eliminação do risco cambial intra-bloco, ao possibilitar uma queda das taxas de juros reais e nominais, tende a aumentar o nível de investimento (caso os lucros esperados fossem os mesmos), pois torna mais acertadas as decisões dos agentes (reduz o risco). Mais especificamente, ao diminuir o risco intra-bloco temos, caso isso implique em redução do risco sistêmico, uma redução das taxas de juros reais. Como a redução dos juros reais leva a uma maior acumulação de capital, o resultado significa maior crescimento econômico (temporário), de acordo com o modelo neoclássico.

Outra forma possível de obter um maior crescimento econômico devido à adoção de uma moeda única é por meio do aumento de comércio. Assumindo que um maior fluxo comercial leva a uma maior eficiência e ganhos de produtividade, temos como resultado mais crescimento econômico. Conforme afirma De Grauwe (2004), este canal é melhor suportado pelas evidências empíricas.

Outro estudo relevante para mensuração dos potenciais benefícios de uma total integração financeira foi realizado em 2002 pela London Economics em associação com a Pricewaterhouse Cooper e Oxford Economics Forecasting. Foi realizado um estudo sobre a quantificação do impacto macroeconômico da integração dos mercados financeiros da União Européia. Em relação ao mercado de ações, a análise focou no potencial impacto dos custos de transação no mercado secundário. De acordo com o modelo econométrico utilizado, os custos de transação deveriam reduzir substancialmente com um mercado totalmente integrado. Em resumo, a redução do custo de transação e compensação foi estimada em 0,10%. De acordo com o estudo, a integração financeira deve resultar em uma redução do prêmio de liquidez. Esta redução foi estimada em 0,40% em média. A Tabela 1 a seguir indica o sumário dos ganhos estimados de uma integração completa do mercado acionário na União Européia.

Tabela 1: Ganhos estimados de uma total integração do mercado de ações nos países da área do euro - 2002

País	Ganhos Estimados		
	Redução do Prêmio de Liquidez	Redução do custo de transação	Total
Austria	0.50%	0.10%	0.60%
Belgica	0.49%	0.10%	0.59%
Dinamarca	0.47%	0.10%	0.57%
Finlândia	0.46%	0.10%	0.56%
França	0.49%	0.10%	0.59%
Alemanha	0.46%	0.10%	0.56%
Grécia	0.22%	0.10%	0.32%
Irlanda	0.49%	0.10%	0.59%
Itália	0.37%	0.10%	0.47%
Luxemburgo	0.49%	0.10%	0.59%
Holanda	0.41%	0.10%	0.51%
Portugal	0.49%	0.10%	0.59%
Espanha	0.13%	0.10%	0.23%
Suécia	0.45%	0.10%	0.55%
Reino Unido	0.26%	0.10%	0.36%
Média Ponderada	0.37%	0.10%	0.47%

Fonte: London Economics (2002)

Em relação ao mercado de dívida de instituições não financeiras, o mercado secundário ainda é pouco líquido e transparente. De acordo com o estudo, uma integração neste mercado irá resultar em um entendimento mais aprofundado deste mercado em outros países e continentes. Este “aprendizado” iria acarretar em uma redução do custo em média de 0,40% para instituições não financeiras.

Em várias simulações realizadas pela London Economics, outros resultados foram obtidos com base em uma avaliação global² dos benefícios de uma total integração financeira:

- Acréscimo no nível do PIB na União Européia em 1.1%, ou \$130 bilhões de euros a preços de 2002, no longo prazo;
 - o 0,5% do PIB devido à redução do custo de capital acionário

² Outros benefícios foram observados além dos expostos neste trabalho como por exemplo um acréscimo da participação do mercado de dívida na composição do custo médio ponderado de capital

- o 0,3% do PIB explicado pela redução de 0,4% do custo do mercado de dívida de empresas não financeiras e pelo aumento esperado deste mercado
- o 0,3% do PIB explicado pela redução do custo do financiamento bancário
- Aumento do total investimento de negócios em 6% e aumento do consumo privado em aproximadamente 0,8%;
- Diminuição da taxa de desemprego em 0,5%

2.1.2. Custos de uma União Monetária

a) Custos de Assimetria (ou custos de perda da independência da política monetária). Os principais custos da adoção de uma moeda única provêm da perda da política monetária como instrumento de política econômica. Ao fazer parte de uma união monetária, o país perde a liberdade de alterar as taxas de juros e de câmbio de maneira independente. Isso se traduz em um custo quando a região sofre choques assimétricos que geram uma resposta necessariamente simétrica entre todo o bloco. A assimetria refere-se ao fato de que os países sofrem diferentes tipos de choques e têm diferentes mecanismos de transmissão. Sendo então não-ótima a resposta ao choque, podemos ter uma maior variabilidade das taxas de inflação e/ou de desemprego, em relação as que seriam verificadas caso a resposta a esses choques pudesse ser independente (câmbio flexível e política monetária independente entre os membros do bloco).

Como mencionado anteriormente, De Grauwe (2004) indica dois mecanismos para atenuar e substituir, ao menos parcialmente, o papel das taxas de câmbio. Estes mecanismos são a flexibilidade dos salários e a mobilidade do trabalho. De Grauwe prossegue dizendo que, mesmo que os salários não sejam totalmente flexíveis, ou que a mão-de-obra não tenha grande mobilidade, pode ser criado mecanismos de “seguro” contra choques assimétricos. Esses mecanismos de seguro poderiam ser tanto de caráter público quanto privado. No caso dos mecanismos públicos De Grauwe cita esquemas de transferências fiscais do país que sofreu um choque positivo para o que sofreu um choque negativo. Essas transferências poderiam ser feitas através da centralização de parte do orçamento da região. Outro esquema de transferência pública é o endividamento, que, conforme De Grauwe, é uma transferência inter-regional. Ainda de acordo com o autor, outra forma de operar esquemas de “seguros”

contra choques assimétricos é fazendo uso dos mercados financeiros. Caso os mercados financeiros da região sejam totalmente integrados os efeitos de choques assimétricos são diluídos, pois os ativos financeiros da região são detidos por habitantes de todos os países da região. Esta questão será explorada mais detalhadamente adiante.

b) Risco de perda de credibilidade por inadimplência de país-membro. Caso os títulos emitidos pelos participantes de uma união monetária forem referenciados na moeda comum, teríamos outro custo: haveria o risco de os demais países perderem credibilidade caso um dos membros entrasse em *default*, pois os agentes poderiam suspeitar que todo o grupo entraria em dificuldades ao tentar ajudar o membro em débito, além de, na hipótese de informação imperfeita, a situação de cada participante da união monetária ser confundida com a situação do parceiro que está com problemas. Para melhor definição desse custo, reproduzimos as palavras de Minford:

“The more integrated EMU becomes the greater both the political pressures for concerted action and the economic fallout from letting a fellow-EMU member-state default partially on its debts. This fallout includes the risk of contamination of one’s own debt status as well as indirect losses of trade, public procurement business and any other joint activities.” (Minford, 2002)

c) Perda de senhoriagem. O custo deve-se principalmente a possível perda de receita governamental caso a senhoriagem se reduza e não seja possível substituí-la por um imposto explícito.

Sendo assim, a alternativa de aumento explícito de impostos anularia, a princípio, este custo. No entanto, como podem existir custos políticos e dificuldades administrativas para a coleta de impostos, trocar senhoriagem por impostos “visíveis” teria custos. Conforme argumenta De Grauwe (2004), os países que costumam usar bastante a senhoriagem terão perda de bem-estar, ao ingressar em uma união monetária e terão que trocar parte das receitas de senhoriagem por impostos. Isso ocorrerá, segundo De Grauwe, porque cada país tem um ponto ótimo de receitas provenientes de senhoriagem e do sistema de impostos e esse ponto será alterado caso se forme uma união monetária.

Emerson et. al. (1992) avalia que, como a senhoriagem será coletada em nível regional e depois retornará ao orçamento de cada país, não haverá perda de senhoriagem no total, embora os países com maiores taxas de inflação sofram uma perda líquida de senhoriagem. Mas esse resultado dependerá, em última instância, do mecanismo de alocação de recursos.

d) Perda da possibilidade de usar o câmbio para corrigir problemas no comércio exterior. No âmbito de uma união monetária a política cambial não pode mais ser usada para modificar resultados no comércio exterior entre os países membros.

Assumindo que o ponto de equilíbrio é a taxa de câmbio da moeda comum, qualquer fuga deste ponto de equilíbrio poderia gerar desvalorizações competitivas entre os países participantes. Podemos considerar então que este custo pode ser considerado de fato como um benefício no longo prazo, ao substituir desvalorizações competitivas por medidas mais eficientes de melhoria de saldo comercial. Cabe lembrar que a paridade em face das moedas do resto do mundo continuaria sendo definida pelo mercado, ou seja, o regime seria mantido flexível.

Como observa De Grauwe (2004), caso duas economias não estejam sob união monetária, um choque simétrico pode desencadear uma onda de desvalorizações competitivas, o que implicaria na redução da eficácia das taxas de câmbio para solucionar problemas.

e) Possível concentração geográfica de recursos. A maior mobilidade de fatores pode levar à concentração de recursos em áreas mais desenvolvidas, o que aumentaria as desigualdades regionais. Com relação ao desempenho das diferentes regiões que comporiam a união monetária europeia, o estudo de Emerson et. al. (1992) diz que os efeitos tanto sobre as regiões menos desenvolvidas quanto sobre as mais desenvolvidas se anulam. As regiões mais avançadas têm economias de escala, mas as regiões mais atrasadas apresentam o atrativo de menores custos salariais e maior potencial de crescimento da produtividade. O resultado líquido tenderia então a não pender na direção de nenhuma das regiões.

Para Emerson et. al. (1992), nem a experiência da comunidade europeia nem a teoria econômica suportam a tese de que regiões menos favorecidas seriam mais ou menos privilegiadas num processo de integração monetária. No entanto, a eliminação de custos de transação será um benefício mais importante para os países com mercado financeiro menos desenvolvido e moedas mais fracas (além das regiões mais dependentes do fluxo turístico e das regiões mais abertas ao comércio exterior).

f) Processo de transição / custos de harmonização. Em um processo de integração são necessárias medidas de convergência da legislação dos países membros, o que implica um custo durante o processo de transição. Minford (2002) aponta que esse processo gera grandes custos ao implicar na criação de grandes instituições centrais.

Emerson et. al. (1992) alerta a necessidade de uma política de harmonização de impostos e serviços públicos para que bens públicos não sejam sub-ofertados e nem haja uma “guerra fiscal”.

“Laws of monetary policy and exchange rate instrument at the national level will place new demands on budgetary policy at the national level for stabilization and adjustment purposes in the case of country specific disturbances.” (Emerson et. al., 1992).

2.2. O Sistema Institucional da União Européia

O advento do euro está normalmente associado ao banco central europeu (BCE), que é responsável pelo gerenciamento da política monetária da área do euro. O BCE é um dos organismos que compõe uma instituição maior que é a União Européia (UE). Para entendermos as iniciativas dos órgãos reguladores na zona do euro, é necessária de uma compreensão do sistema institucional da europa.

A Comunidade Econômica Européia (CEE) foi instituída em 25 de Março de 1957 com a assinatura do Tratado de Roma pelos seis países fundadores da Comunidade Européia do Carvão e do Aço (CECA): Alemanha, Bélgica, França, Itália, Luxemburgo e Holanda. O seu objetivo era a criação de um mercado comum, onde as pessoas, as mercadorias, os serviços e os capitais circulassem livremente.

O Tratado de Roma criou também a Comunidade Européia da Energia Atômica (CEEa) ou EURATOM. Inicialmente, cada uma destas comunidades tinha as suas próprias instituições, mas, em Abril de 1965, foi decidida sua fusão, com efeitos a partir de 1º de Julho de 1967. Passou, então, a existir apenas uma Comissão e um Conselho designados das Comunidades Europeias, ou seja, da CEE, da CECA e da EURATOM.

Com o Tratado da União Européia, assinado em 7 de Fevereiro de 1992, a Comunidade Econômica Européia teve o seu nome alterado para Comunidade Européia, mas, com a entrada em vigor deste tratado, passou a ser correntemente designada de União Européia (UE). Atualmente são 27 países³ que compõem a UE dos quais 15 participam da zona do euro⁴.

³ Os seguintes países são membros da UE mas, atualmente, não participam na moeda única: Bulgária, República Checa, Dinamarca, Estónia, Letónia, Lituânia, Hungria, Polónia, Roménia, Eslováquia, Suécia e Reino Unido

⁴ Zona do euro: Bélgica, Alemanha, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Chipre (em 2008), Luxemburgo, Malta (em 2008), Holanda, Áustria, Portugal, Eslovênia, Finlândia

A União Europeia não é um estado federal. É uma organização de base historicamente única que tem evoluído ao longo do tempo. A UE dispõe de um quadro institucional único, que assegura a coerência e a continuidade das ações empreendidas para atingir os seus objetivos, respeitando e desenvolvendo simultaneamente o acervo comunitário (primeiro parágrafo do artigo 3º do Tratado da União Europeia).

A transferência para as instituições europeias de competências nacionais visa a definição e execução de políticas que os estados-membros entendem que podem ser prosseguidas com maior eficácia no quadro da UE. Muitas questões regulatórias sobre o funcionamento do sistema financeiro europeu (incluindo a área do euro) estão elevadas ao nível da UE ao invés de serem tratadas individualmente nos países.

Os poderes e as responsabilidades destas instituições são claramente estabelecidos pelos Tratados que foram ratificados pelos estados-membros, de acordo com os mecanismos nacionais próprios a cada Estado para este efeito, após as respectivas disposições terem sido negociadas pelos estados-membros e aprovadas pelos respectivos Chefes de Estado e de Governo reunidos no Conselho Europeu.

O procedimento de tomada de decisão na União Europeia segue um modelo específico e original, o qual não pode ser encontrado em mais nenhum outro sistema institucional. A sua principal preocupação é a de alcançar um equilíbrio estável entre eficiência, legitimidade democrática e representatividade dos vários estados-membros. O procedimento de tomada de decisão define-se em um método comunitário e assenta-se numa lógica de cooperação entre várias instituições e órgãos da UE. Na maior parte dos casos, os instrumentos legais aprovados resultam do envolvimento dos quatro principais atores institucionais: a Comissão Europeia, o Parlamento Europeu, Conselho da União Europeia e o Conselho Europeu.

O Parlamento Europeu, representante dos cidadãos da União, garante a legitimidade democrática dos atos legislativos e desempenha hoje um importante papel no processo de decisão já que a evolução da arquitetura institucional lhe conferiu crescentes competências. O sentido das suas deliberações é fundamental em numerosos domínios para a aprovação de atos legislativos. O Parlamento Europeu é eleito de cinco em cinco anos pelos cidadãos Europeus, tendo sido o Parlamento atual, eleito em Junho de 2004. O Parlamento tem como função de aprovar legislação europeia. Partilha esta responsabilidade com o Conselho da União Europeia, sendo as propostas de nova legislação apresentadas pela Comissão Europeia. O Parlamento tem o poder de demitir a Comissão Europeia. Os deputados do Parlamento Europeu

estão organizados em sete grupos políticos de dimensão europeia. O mais importante é o Grupo do Partido Popular Europeu (Democrata-Cristão), seguido pelos Socialistas, os Liberais e os Verdes.

O Conselho da União Europeia, órgão da União onde os governos dos Estados-membros estão representados em nível ministerial, detém um papel determinante no processo de decisão, pois adota, juntamente com o Parlamento Europeu, os atos legislativos. Os Tratados definem as situações em que é necessária a unanimidade, uma maioria simples ou uma maioria qualificada. As decisões que requerem unanimidade têm diminuído ao longo das últimas décadas. Exemplos: tributação, segurança social, imigração, propriedade intelectual e política comercial de serviços. Para as votações que requerem a maioria qualificada, os Tratados definem o número dos votos por estado-membro. A maioria qualificada significa pelo menos 62% da população da União representada pelos estados-membros. O Conselho da União Europeia, também denominado Conselho, é onde se reúnem todos os ministros dos estados-membros. As principais funções do Conselho são: a) o poder legislativo da UE; b) assegurar a coordenação das políticas económicas gerais dos estados-membros adotando medidas no domínio judicial e penal; c) celebrar, em nome da Comunidade, os acordos internacionais; d) partilhar a autoridade orçamental com o Parlamento Europeu; e) aprovar as decisões necessárias à definição e à execução da política externa e de segurança comum apoiadas nas medidas do Conselho Europeu. A diferença entre o Conselho da União Europeia e o Conselho Europeu é que o Conselho da União Europeia possui poderes legislativos que são inexistentes no Conselho Europeu embora seja neste que as decisões mais importantes são tomadas.

O Conselho Europeu reúne os chefes de estado e de governo de todos os estados-membros e o presidente da Comissão Europeia. O presidente do Parlamento Europeu também intervém em cada Conselho Europeu. A sua função é a de ser o centro impulsionador das principais iniciativas políticas comunitárias e deve ser o árbitro para decidir o futuro de questões mais difíceis, sobre as quais os ministros (reunidos no Conselho da União Europeia) não tenham chegado a um acordo.

A Comissão Europeia representa e defende os interesses da Europa no seu conjunto. A Comissão Europeia detém o direito e o dever de iniciar o processo legislativo (direito de iniciativa), apresentando propostas ao Parlamento e ao Conselho. A Comissão Europeia tem ainda o dever de velar pela execução da legislação aprovada, contando com a assistência de comitês compostos por representantes dos estados-membros. A Comissão também está atenta à forma de como os tratados e a

legislação europeia são observados. Atua contra os infratores recorrendo, se necessário, ao Tribunal de Justiça. A Comissão é composta por 25 membros, entre mulheres e homens. O presidente é escolhido pelos governos da UE e aprovado pelo Parlamento Europeu. Os outros comissários são nomeados pelos seus governos nacionais em consulta com o novo presidente e devem ser aprovados pelo Parlamento Europeu e não representam os governos dos seus países de origem. Cada um deles é responsável por uma área política específica da UE. O presidente e os membros da Comissão têm um mandato de cinco anos, coincidente com o período para o qual o Parlamento Europeu é eleito. Atualmente, o presidente da Comissão Europeia é um português de nome Durão Barroso.

Além destas instituições é importante contextualizar o papel do Banco Central Europeu e outras instituições relacionadas para efeito deste trabalho. Conforme indicado, o BCE incumbe-se da coordenação da política monetária. Para tanto, há uma Comissão Executiva constituída por seis membros, um Conselho de Governadores que reúne os governadores dos bancos centrais da zona do euro e os membros da comissão executiva. O Euro-sistema é um conjunto que compreende o Banco Central Europeu, o Sistema Europeu de Bancos e os bancos centrais dos estados-membros.

O Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) é composto pelo BCE e pelos Bancos Centrais Nacionais (BCN) dos estados-membros da UE. Os BCN dos estados-membros que não participam do euro são membros do SEBC, com um estatuto especial e não participam das decisões relacionadas ao euro.

De acordo com o Tratado de Maastricht, o principal objetivo do SEBC e do BCE é a manutenção da estabilidade de preços. Sem prejuízo a esse objetivo, o euro-sistema apóia as políticas económicas gerais da UE e atua de acordo com os princípios de uma economia de mercado aberto, remetendo-lhe atribuições, como: definir e executar a política monetária da área do euro; realizar operações cambiais; deter e gerir as reservas cambiais oficiais dos estados-membros e promover o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos. O BCE também desempenha um papel consultivo aos órgãos da UE na definição de legislações e outras regulamentações relativas ao mercado financeiro.

Após a introdução do euro, a integração financeira é o passo final do projeto europeu. Este objetivo foi afirmado no *Single European Act*⁵ de 1986 e cobre

⁵ Foi a primeira grande revisão do Tratado de Roma e estabeleceu formalmente o mercado único europeu

basicamente duas idéias principais: a eliminação de barreiras para a livre circulação de capitais e total liberdade para oferecer serviços financeiros. O sucesso deste objetivo dependia basicamente de uma regulamentação única e a existência de infra-estruturas integradas.

A criação de um mercado único em serviços financeiros é um componente chave do programa de reforma econômica incluído no Tratado de Lisboa e é considerado essencial para a competitividade da UE em nível internacional. Em um sentido amplo, o setor financeiro engloba vários segmentos: bancário, seguros, serviços de investimento, gerenciamento de ativos, venda, negociação, liquidação, custódia de ativos financeiros. O segmento financeiro não é somente um importante segmento para viabilizar o restante da economia, mas é em si próprio um componente substancial da economia, sendo responsável por 5,8% do PIB da UE⁶.

De acordo com relatório da Comissão Européia, a integração financeira aumenta a eficiência de mercado por aprofundar a liquidez dos mercados, reduzir custos de transação e aumentar a comparação entre produtos financeiros. Desta forma, a Comissão espera que haja uma melhor alocação do capital como resultado deste processo. As empresas se beneficiam através de um custo de capital menor, maior disponibilidade de produtos financeiros e maior acesso ao mercado de ações. O setor público se beneficia por meio de um menor custo de financiamento. Os consumidores devem também obter benefícios através de uma maior disponibilidade de produtos de investimento ou poupança, melhores retornos e menores custos de transação. Por fim, a expectativa de uma melhor estabilidade financeira poderia contribuir para uma maior atratividade de investimentos estrangeiros. A Comissão também ressalta que uma integração financeira completa irá gerar um crescimento adicional e aumento do emprego.

2.3. Estágio da Regulamentação do Sistema Financeiro da União Européia - UE

Apesar do avanço da integração financeira nos últimos anos, os primeiros passos foram dados no início dos anos 90. Duas diretrizes foram emitidas em 1993, com efetividade em 1996. O primeiro estabeleceu o capital mínimo para uma empresa de crédito ou investimento. A segunda diretriz definiu os parâmetros de negócios de valores mobiliários do sistema financeiro e também estabeleceu o princípio de mútuo reconhecimento das aprovações e supervisões em nível nacional.

⁶ European Financial Integration Report 2007

A diversidade dos diferentes sistemas legais dentro da UE é o principal obstáculo para a integração financeira. Adicionalmente, a transposição da legislação definida no ambiente da UE em leis nacionais também é uma questão crucial para a integração financeira.

A integração do setor financeiro teve um grande avanço com a publicação e implementação do Plano de Ação para Serviços Financeiros - PASF (*Financial Services Action Plan*) em 1999, impulsionadas pelo advento do euro. Este plano continha 42 medidas legislativas e não legislativas com objetivos definidos para o período de 1999-2005. O Plano de Ação está subdividido em quatro temas: mercados de atacado, mercados de varejo, estruturas de fiscalização sólidas e tributação.

As ações no mercado de atacado estavam divididas em cinco capítulos:

- a) Captação de recursos. Possibilitar às empresas a captação de recursos de forma competitiva dentro da EU. Necessidade de superar barreiras burocráticas entre os estados-membros de forma que prospectos ou documentos para emissão de dívida ou ações de um estado-membro sejam aceitos em todos os outros estados-membros;
- b) Estabelecimento de regras comuns para transações de títulos mobiliários e derivativos. Estabelecimento de uma interpretação comum das regras de proteção ao investidor, segregando investidores qualificados e não qualificados. Estabelecimento de regras comuns para as rodas de negociação com intuito de aumentar a confiança do investidor para um mercado único. Normas comuns para os mercados integrados de valores mobiliários e de derivativos. A atualização da diretriz "Serviços de Investimento" (DSI) constitui um marco no processo de integração dos mercados de valores mobiliários. A DSI irá criar as condições para mercados de elevada qualidade, competitivos, integrados, líquidos, transparentes e eficientes, que garantirão uma proteção adequada dos pequenos investidores;
- c) Harmonização da divulgação dos demonstrativos financeiros. Todas as empresas listadas em bolsas devem divulgar seus balanços de acordo com as normas da IAS (*international accounting standards*). Definição dos padrões das auditorias contábeis. Objetivo de prover investidores a comparação de demonstrativos financeiros entre empresas de diferentes estados-membros;

- d) Contenção do risco sistêmico na liquidação de títulos mobiliários. Aplicação de sistemas integrados para liquidação dos títulos entre os países-membros. Regulamentação da validade e execução das garantias atreladas aos títulos negociados;
- e) Transparência e harmonização nas operações transnacionais de reestruturação. Regulamentação de operações de fusões e aquisições, deixando evidente os direitos dos acionistas minoritários. Essas medidas envolvem a transparência de todas as questões legais vinculadas a tais tipos de operações;

Já no mercado de varejo, o comércio transnacional (dentro da região da UE) se destacará quando os consumidores confiarem na integridade dos serviços prestados e nos métodos de comercialização utilizados pelos fornecedores, nas credenciais do fornecedor e na existência e eficácia dos procedimentos de recurso em caso de um litígio. O Plano de Ação identifica diferentes áreas de ação:

- a) Informação e transparência. A UE continuaria a desenvolver ações para dar aos consumidores os instrumentos, a informação e as salvaguardas claras que lhes permitam uma participação plena no mercado financeiro único;
- b) Serviços financeiros no varejo com base em comércio eletrônico. As condições para posicionar os novos canais de distribuição e de tecnologias à distância a nível europeu foram criadas através da diretiva sobre a comercialização à distância de serviços financeiros;
- c) Intermediação de seguros. A diretiva relativa à intermediação de seguros permite a livre prestação de serviços e uma maior proteção do consumidor, ao atualizar e introduzir salvaguardas em matéria de profissionalismo e competência;
- d) Pagamentos no varejo transnacional. O Plano de Ação promove a criação de sistemas de pagamento mais eficientes em termos de custos e seguros, que permitam aos cidadãos realizar pagamentos transnacionais de baixo valor sem incorrer em encargos exorbitantes;

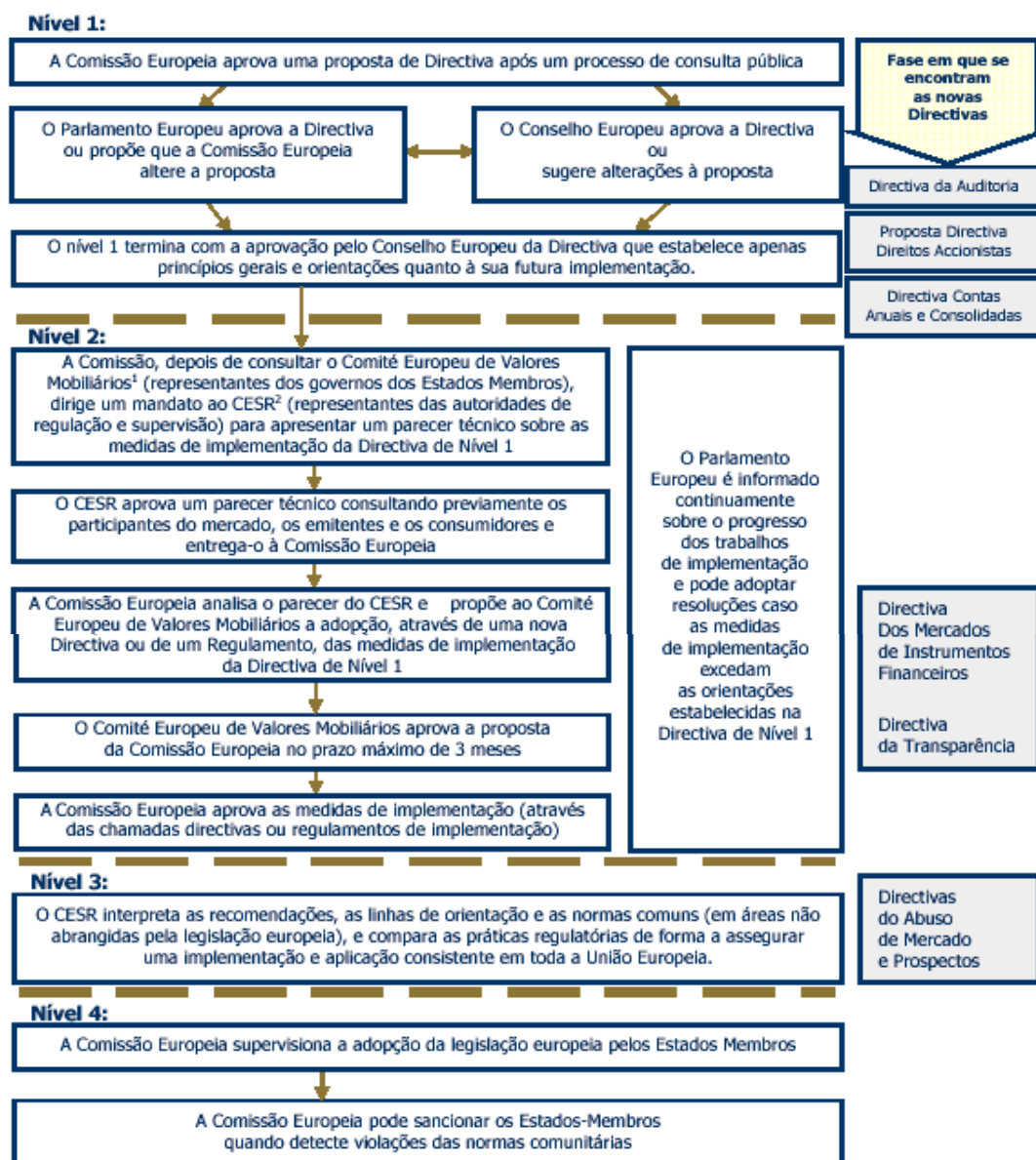
No plano da fiscalização, o plano visava a eliminar quaisquer lacunas na regulamentação da UE, decorrentes de novas formas de atividade financeira ou da globalização. Constava no plano o objetivo de definir normas rigorosas e adequadas, de forma que o setor bancário da UE possa gerir com sucesso a intensificação das

pressões da concorrência. Por fim, o plano visava permitir à UE assumir um papel-chave na definição de elevados padrões globais de regulamentação e supervisão. Foram aprovadas desde 1999 seis diretrizes em áreas relacionadas com a liquidação de empresas de seguros e bancos, a diretriz sobre a supervisão de grupos financeiros.

As vantagens de mercados financeiros abertos e competitivos podem ser neutralizadas por uma concorrência fiscal prejudicial. A diretriz sobre a tributação da poupança elimina as disparidades no tratamento fiscal da poupança privada, complementando a remoção dos obstáculos à livre circulação de capitais e de serviços financeiros. O Conselho alcançou este acordo político histórico em Janeiro de 2003.

Assim como no Plano de Ação, a determinação das políticas e regulamentações do setor financeiro é baseada fundamentalmente no processo chamado Lamfalussy. De 2000 a 2001, Alexandre Lamfalussy coordenou o chamado *Committee of Wise Men* no processo de regulamentação do mercado financeiro europeu. Este processo consiste num processo em quatro níveis para aprovação de legislação, relacionado a questões bancárias e negociação de títulos mobiliários e mercado de seguros (Figura 1). Criou-se também dois novos comitês para implementação dessas medidas: Comitê Europeu de Valores Mobiliários (ESC – *European Securities Committee*); Comitê das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus (CESR – *Committee of European Securities Regulators*). O nível 1 é constituído pelos níveis básicos, sob a forma de diretrizes ou regulamentos, a serem adotados por procedimentos legislativos normais da UE. Basicamente consiste na legislação, nas diretrizes e nas regulamentações propostas pela Comissão Europeia (após a consulta com os estados-membros) ao Parlamento e Conselho da União Europeia. Uma vez aprovada por estes dois últimos órgãos, define-se o escopo das medidas técnicas a serem implementadas. O nível 2 estabelece a implementação de medidas detalhadas que seguem os princípios básicos do nível 1. O Comitê Europeu de Valores Mobiliários assiste a Comissão na formulação destas medidas, garantindo um detalhamento técnico para implementação. O nível 3 consiste no reforço da cooperação e da criação de redes entre as autoridades de supervisão da UE, de forma a assegurar uma transposição consistente e equivalente da legislação de nível 1 e 2. O nível 4 consiste no reforço da aplicação da legislação comunitária, sustentada por uma maior cooperação entre os estados-membros, os respectivos órgãos regulamentares e o setor privado. Neste estágio a Comissão aplica a legislação de uma forma mais rigorosa.

Figura 1: Processo Lamfalussy – processo de regulamentação do mercado financeiro europeu criado em 2001. Composto de 4 níveis que indica o estágio de implementação da legislação



Fonte: Banco Central de Portugal

Podemos sumarizar as 42 iniciativas colocadas pelo PASF em três principais objetivos: a) estabelecimento de um mercado único nos serviços financeiros de atacado, baseando-se em um único conjunto de regras e regulamentações para negociações de títulos mobiliários e derivativos, aquisições e fusões transnacionais (dentro da UE). Os conceitos de transparência e comparação de demonstrativos financeiros eram de primordial importância. Desde 1º de janeiro de 2005, todas as empresas listadas nas bolsas dentro da UE tinham que ter os balanços de acordo com

o IAS; b) integração e acesso a todos os consumidores da comunidade europeia no mercado de varejo. Isto implica uma redução das diferenças de taxas cobradas entre os estados-membros. Em 1998, a comissão de ações variava entre 1% e 17% sobre o valor transacionado. A Comissão também tinha o objetivo de aumentar o comércio eletrônico na região; c) harmonização de regras especialmente àquelas voltadas para capitalização bancária, mercados de seguro e resseguro. A Comissão almejava aumentar os padrões da UE de modo a influenciar os padrões globais e assim atrair mais investimentos estrangeiros para a região.

Em Setembro de 2003, tinham sido acordadas 34 medidas das 42 propostas, tendo o Parlamento Europeu desempenhado um papel central na aprovação destas diretrizes. Ao final de 2005, 41 das 42 medidas foram acordadas. A implementação deste plano tem sido um grande avanço para uma maior integração financeira na região da comunidade europeia. De acordo com a Comissão Europeia, a aplicação destas medidas trouxe uma melhoria considerável dos serviços financeiros prestados, melhor liquidez, maior competição, lucratividade e estabilidade. O Plano de Ação tem sido a prioridade da UE desde seu lançamento em 1999 e significativos acordos políticos e legislativos foram atingidos conforme mencionado anteriormente. As medidas foram acordadas dentro prazo estimado e estão sendo colocadas em prática. As diretrizes e regulamentações aprovadas devem ser transpostas por todos os estados-membros em legislação local. Este último procedimento não tem sido cumprido com tanto rigor pelos estados-membros ocasionando atrasos e, portanto, diferentes períodos de implementação entre os estados-membros. O resultado das medidas não transpostas por todos os estados-membros significa a continuação de uma fragmentação e incerteza de ordem jurídica.

Após este primeiro período, a integração financeira ainda necessita de melhorias, e um novo documento foi estabelecido colocando as metas para o período de 2005-2010. Ineficientes sistemas de liquidação e ausência de um modelo de comum acordo configuram entre os principais obstáculos para um mercado financeiro integrado. Sistemas de liquidação ainda são baseados nas estruturas nacionais que existiam antes do advento do euro. As principais diferenças estão centradas nos requerimentos técnicos, nas práticas de mercado, nos sistemas tributários, nas regras e legislações nacionais. Este novo documento foi publicado em 01 de dezembro de 2005 e os principais objetivos eram: a) consolidar de forma dinâmica os progressos registrados em direção a um mercado europeu integrado, aberto, abrangente, competitivo e economicamente eficiente; b) eliminar os obstáculos economicamente significativos que subsistem, por forma a assegurar a prestação de serviços financeiros e a livre

circulação de capitais em toda a UE ao menor custo possível, garantindo simultaneamente níveis eficazes de controle preventivo e de regulamentação, bem como de gestão da atividade que se traduzam em um elevado grau de estabilidade financeira e ainda em vantagens para os consumidores e na sua defesa; c) aplicar, executar e avaliar de forma contínua a legislação em vigor e aplicar rigorosamente os princípios da abordagem “legislar melhor” a qualquer iniciativa futura; d) melhorar a cooperação e a convergência em matéria de supervisão na UE, aprofundar as relações com outros mercados financeiros mundiais e reforçar a influência europeia à escala mundial.

Esta nova estratégia tem foco em entregar os benefícios e implementar as medidas do primeiro plano de ação de modo correto. Assim, o objetivo não é propor um novo conjunto de medidas legislativas. Somente quando estas medidas já acordadas estiverem funcionando na prática é que os estados-membros irão se beneficiar de um maior nível de integração financeira. Segundo a Comissão, a taxa de transposição da legislação comunitária pelos estados-membros nos prazos acordados é pouco satisfatória. Ainda de acordo com o relatório⁷, os estados-membros devem dar provas de um verdadeiro empenho nesta atividade e a Comissão cooperará a fim de acompanhar os progressos registrados, assegurar uma transposição correta e evitar a introdução de camadas sucessivas de transposições supérfluas. A Comissão atualizará e publicará regularmente a sua matriz de transposição⁸ indicando quais medidas ainda não foram transpostas e quais os estados-membros envolvidos.

Assim, o foco será mais voltado para o mercado de varejo e para infra-estruturas para compensação e liquidação de títulos e ações. Supervisão do sistema financeiro também é outro tema que será dado uma atenção maior para evitar a atual duplicação de custos de reporte em alguns casos. É necessário ainda criar uma cultura de supervisão europeia, integrando os atuais sistemas de supervisão.

⁷ Ver: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan

⁸ Ver: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm#transposition

3. ESTÁGIO DA INTEGRAÇÃO FINANCEIRA NA EUROPA

Este capítulo procura avaliar o estágio da integração financeira na união monetária europeia. A análise se apóia em dados disponíveis e em uma revisão dos trabalhos sobre a mensuração do estágio da integração financeira nos diversos segmentos do mercado financeiro. Não será aplicado nenhum teste econométrico específico.

3.1. A Mensuração do Estágio da Integração Financeira

De acordo com Inzinger e Haiss (2006), há dois tipos principais de indicadores de integração financeira. O primeiro grupo de indicadores está baseado em rentabilidade. Este grupo divide-se em dois indicadores: i) indicadores baseado em preços e; ii) indicadores baseado em notícias. O segundo grupo para mensuração da integração financeira são os indicadores quantitativos.

Conforme mencionado por Baele (2004), a definição de integração financeira está relacionada basicamente com os efeitos assimétricos dos empecilhos (fricções) ou barreiras no processo de intermediação ou serviços nos diversos segmentos financeiros. Quanto mais simétricas as barreiras, mais integrado o mercado estará. Assim, a melhor forma de mensurar a integração financeira seria listar todas as barreiras no processo e compará-las entre os países. Porém isso seria inviável e acarretaria em dúvidas interpretações e difícil quantificação matemática. Assim, a maioria dos estudos sobre integração financeira concentra-se em mensurar o estágio da integração analisando o equilíbrio dos preços. Estes preços devem refletir toda a informação disponível naquele momento aos agentes econômicos incluindo todas as barreiras ou empecilhos. Então, a forma de mensuração deriva-se da lei de um preço único.

Os indicadores baseados em preços medem a discrepância dos preços ou rentabilidade dos ativos causados pela origem geográfica dos ativos. É, portanto, um teste direto da lei de um preço único, que deve prevalecer em um mercado completamente integrado. Se os ativos tiverem características semelhantes o suficiente, pode-se derivar de uma comparação direta entre as rentabilidades. Caso contrário seria importante levar em consideração as diferenças dos fatores do risco sistemático (não diversificável) entre outros. De acordo com Baele (2004), uma ferramenta estatística que pode ser utilizada é a convergência do beta. Esta é uma medida estatística normalmente utilizada na literatura de crescimento econômico.

Normalmente, é dito que há uma convergência do beta quando os países pobres tendem a crescer mais rapidamente que os países ricos, diminuindo assim a diferença entre eles. Similarmente, pode-se utilizar a ferramenta para verificar se a integração financeira é uma tendência na região. Enquanto a convergência do beta indica a velocidade da integração, ela não indica propriamente o nível de integração. Desta forma, Baele (2004) também utiliza a dispersão *cross-sectional* dos retornos. Este índice também foi chamado de convergência do sigma. Esta medida estatística também é utilizada nas teorias de crescimento econômico, onde é dito que há uma convergência do sigma se a dispersão *cross-sectional* de uma variável econômica (normalmente renda per capita no caso da literatura sobre crescimento econômico) diminui ao longo do tempo. Se o desvio-padrão *cross-sectional* é igual a zero, então a lei de um preço único se aplica integralmente. O nível de integração financeira aumenta quando o desvio-padrão *cross-sectional* dos retornos indica uma tendência declinante (em direção a zero). Esses indicadores são bastante utilizados para mensuração da integração nos mercados de curto prazo e títulos públicos, dada a relativa homogeneidade dos ativos entre os países. Outra medida freqüentemente utilizada nesses mercados é a diferença dos retornos locais comparado a uma referência, que normalmente é o título do governo alemão. Em um mercado totalmente integrado, a variação deve ser zero se as características de risco forem iguais.

Os indicadores baseados em notícia foram designados para distinguir os efeitos das informações de outras barreiras ou fricções. De acordo com Schoenmaker (2009), notícias de uma região ou país específico (dentro do bloco onde há supostamente uma integração financeira) devem ter pequenos efeitos sobre os preços e notícias que afetam o bloco como um todo ou notícias de âmbito global devem ter um efeito relativamente mais importante. Isso pressupõe que o grau do risco sistemático é idêntico entre os ativos em diferentes países da união monetária. Caso contrário, as notícias locais continuarão a ter uma relevância sobre os preços.

Já nos indicadores quantitativos, como o próprio nome indica, busca quantificar os efeitos das barreiras ou fricções das oportunidades de investimento. Baele indica que quando há informação disponível tenta-se aplicar ferramentas estatísticas simples para mensurar a facilidade de acesso aos diferentes mercados, como atividades ou listagens de ações em outros países. No caso específico do mercado de ações, estes indicadores examinam, por exemplo, o tamanho do fluxo de capitais ou composição do portfólio. Adicionalmente o conceito de "*home bias*" será apresentado mais adiante e classificado entre os indicadores quantitativos para o mercado de ações.

As próximas seções deste capítulo analisam o estágio da integração dos mercados na área do euro utilizando alguns destes indicadores para cada segmento do mercado financeiro. Dependendo do segmento financeiro a ser analisado, uma categoria de indicadores poderá trazer melhores resultados que outros. Adicionalmente, em muitos casos, simplesmente não há informações disponíveis e, portanto, serão ilustrados somente aqueles indicadores que foram analisados e desenvolvidos previamente. Importante ressaltar novamente que este trabalho não tem como objetivo a aplicação de um modelo econométrico específico. Entretanto, será avaliado o resultado e análise de outros trabalhos sobre a integração financeira assim como relatórios oficiais (Banco Central Europeu, Comissão Européia). Dados oficiais destas entidades também serão utilizados para formação de gráficos e interpretações sobre o atual estágio da integração financeira.

Importante mencionar que os segmentos de dívida de curto prazo e títulos públicos foram rapidamente integrados imediatamente após a introdução do euro, como indica a grande maioria dos trabalhos. A alta liquidez, fácil comparação entre ativos (alta homogeneização) e infra-estrutura integrada foram essenciais para esta rápida integração quase que completa. Em contrapartida, muitos estudos indicam que os mercados de ações e mercado bancário de varejo são os mais fragmentados e apresentam maiores desafios para integração. Sendo assim, estes mercados possuem um maior destaque nesse trabalho. A questão da infra-estrutura, principalmente na parte de sistemas de informação, é bastante relevante para o entendimento da fragmentação ou integração dos mercados. Assim, serão abordadas as principais questões de infra-estrutura, sistemas e funcionamento operacional destes mercados.

É interessante verificar que desde a introdução da moeda comum não houve grandes crises financeiras nos mercados de forma geral. Porém desde meados de 2007, a crise financeira originalmente localizada nos Estados Unidos foi aos poucos se propagando para outros mercados, incluindo a zona do euro. Recentemente alguns indicadores de integração financeira têm mostrado uma inversão de tendência, porém ainda é cedo para determinar se há uma reversão de tendência ou se é simplesmente um choque temporário.

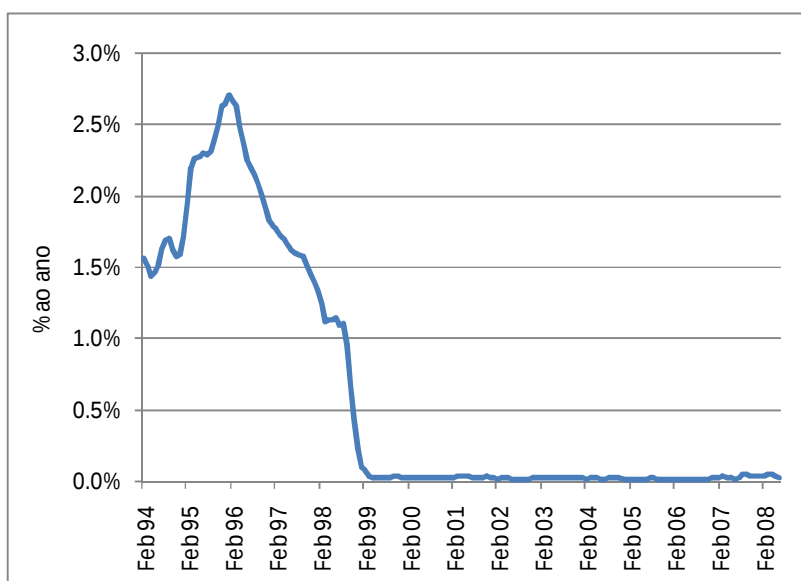
3.2. Mercado de Dívida de Curto Prazo -- *Money Markets*

Este mercado é normalmente definido como o mercado de dívida de curto prazo, em que curto prazo é denominado como prazo de vencimento inferior a um ano. Existem vários segmentos no mercado de dívida de curto prazo, e cada segmento se

encaixa em uma das três seguintes categorias: dívida sem garantia, dívida com garantia e mercado de derivativos de curto prazo. Para este segmento serão analisados os indicadores baseados em preços, uma vez que a informação está disponível e será focada no mercado de dívida.

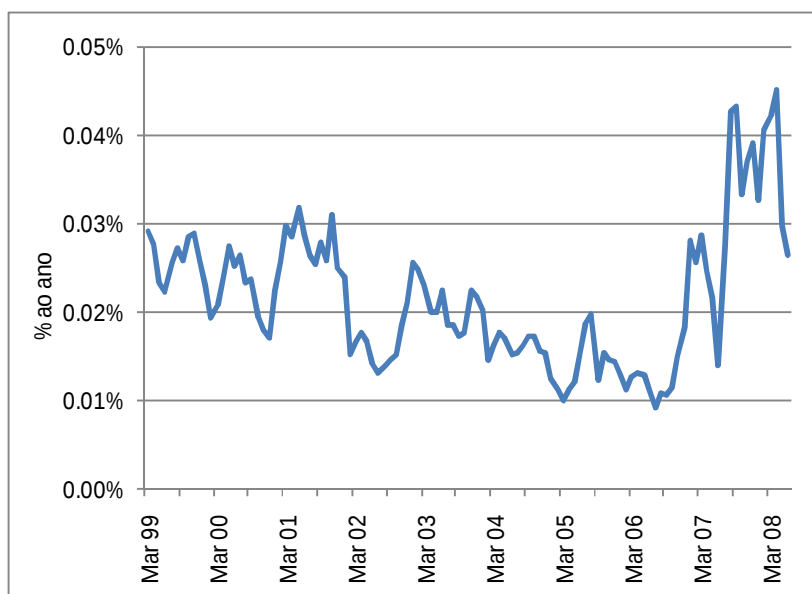
O mercado de dívida de curto prazo é caracterizado pelo elevado grau de integração. O mercado sem garantia atinge hoje, segundo o BCE, um estágio de integração quase perfeita logo após a introdução do euro. O mercado de dívida de curtíssimo prazo com garantia também alcançou um nível avançado de integração. De acordo com o BCE, o desvio-padrão entre os países para a taxa de juros para empréstimo de um dia sem garantia (EONIA – *Euro Overnight Index Average*) caiu para praticamente zero após a introdução do euro e se manteve nestes patamares desde então. Conforme o Gráfico 1 a seguir, a variação ficou entre 0.03% e 0.1% desde 1999. Porém, quando analisado desde 1999 (Gráfico 2), pode-se verificar uma pequena reversão da tendência após meados de 2007 quando iniciou a crise financeira nos Estados Unidos. Ainda é prematuro indicar se haverá uma reversão de tendência ou somente um aspecto temporário de ajuste à crise financeira mundial. Similarmente, para o mercado de EUREPO (taxa de referência para empréstimo com garantia) com prazo de 1 e 12 meses indicam que o mercado está praticamente integrado. Desvio-padrão também em torno de 0.1% desde 2002 conforme Gráfico 3 (quando este mercado foi criado).

Gráfico 1: Desvio-padrão *cross-sectional* das taxas médias de juros de 1 dia sem garantia entre os países da área do euro (1994 – 2008)



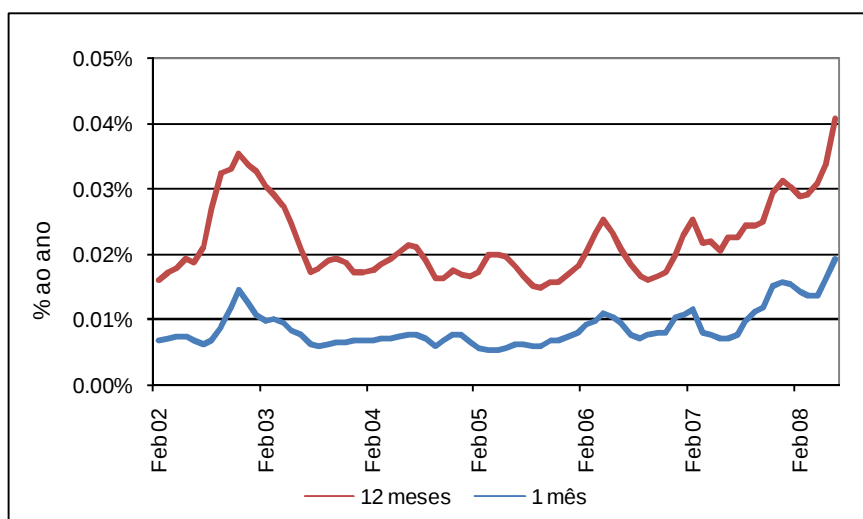
Fonte: Banco Central Europeu

Gráfico 2: Desvio-padrão *cross-sectional* das taxas médias de juros de 1 dia sem garantia entre os países da área do euro (1999 – 2008)



Fonte: Banco Central Europeu

Gráfico 3: Desvio-padrão *cross-sectional* das taxas médias de juros de 1 e 12 meses com garantia entre os países da área do euro (2002 – 2008)



Fonte: Banco Central Europeu

Este alto nível de integração do *money markets* é suportado pela total integração da infra-estrutura de pagamentos de atacado (*Large-Value Payment Systems – LVPS*). Este sistema é basicamente utilizado pelo mercado interbancário e mais especificamente no mercado de curto prazo. Antes da introdução do euro, em 1999, o

sistema LVPS era fragmentado e países utilizavam de bancos correspondentes para efetuar transações internacionais dentro da união européia. Enquanto existiam 17 sistemas LVPS em 1998, este número foi reduzido para 6 em 1999 devido ao lançamento do TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system*), que se trata de um sistema de transferências de recursos on-line. O sistema TARGET vincula todos os sistemas on-line dos 17 estados membros da união européia junto com o sistema do BCE. Dos 6 sistemas remanescentes, 2 sistemas movimentam a maior parte do tráfego, o Euro1 (sistema de liquidação privado) e o TARGET como sendo o maior deles. A versão aprimorada do TARGET é o chamado TARGET2 que foi lançado em maio de 2008 criando a primeira infra-estrutura completamente integrada e harmonizada em nível da União Européia. O TARGET2 introduz uma plataforma comum em que todos os bancos têm acesso ao mesmo tipo de serviços, funcionalidades, interfaces e estrutura de preços. O TARGET2 substituiu a estrutura descentralizada de sistemas por uma única plataforma compartilhada. O TARGET2 processa diariamente cerca de 400.000 transações de atacado, com média diária de \$2.6 trilhões de euros.

3.3. Mercado de Títulos Públicos - *Bond Markets*

Os títulos públicos federais de longo prazo da zona do euro são as principais fontes de financiamento para os governos federais e locais. Estes títulos são também instrumentos importantes para referenciar a precificação de outros títulos privados ou também frequentemente servem como garantias.

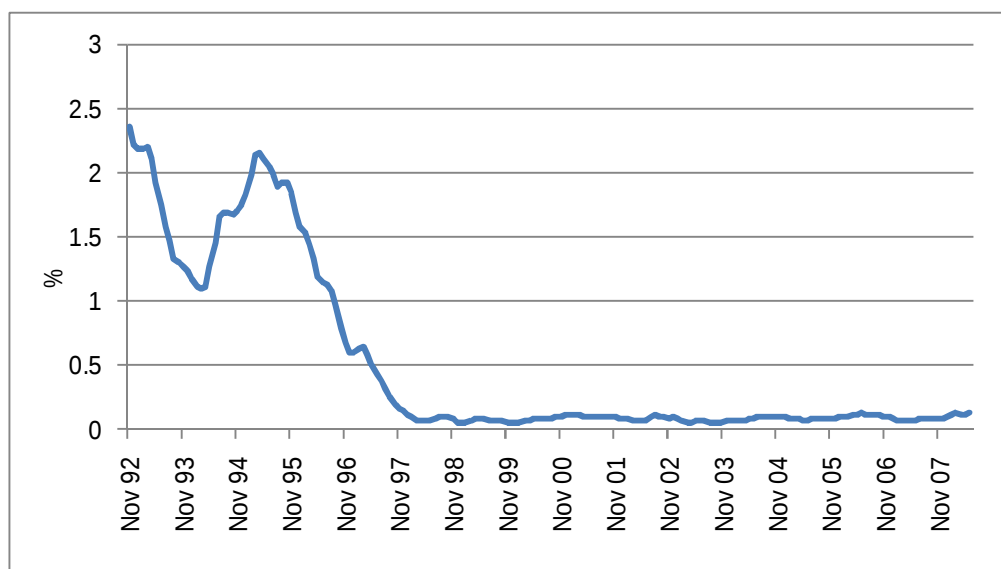
De acordo com o banco central europeu, com a introdução do euro e remoção do risco cambial, retornos dos títulos dos governos de longo prazo convergiram em todos os países e são basicamente impactados por fatores comuns ao bloco, embora a importância de eventos específicos de cada país ainda não desapareceu completamente. Diferenças em liquidez e disponibilidade de derivativos de certos títulos também podem ser responsáveis por algumas diferenças de retornos. Adicionalmente, há certa precificação de risco independente para todos os países, que não se trata do nível de integração. O BCE mostra a evolução do desvio-padrão⁹ da diferença dos retornos dos governos comparados a certa referência¹⁰. Enquanto, em 1995, esta dispersão significava algo ao redor de 3% para os títulos de 10 anos, este caiu para patamares próximos a zero assim como para os títulos de 2 e 5 anos. O

⁹ Média-móvel de 61 dias.

¹⁰ Para títulos de 10 anos, foi utilizado como referência o retorno do título alemão e para 5 e 2 anos foram utilizados os retornos do título francês.

Gráfico 4 a seguir indica o nível de dispersão dos retornos dos países do euro em relação aos títulos do governo alemão. Com a introdução do euro e política monetária única, os retornos dos títulos dos governos federais convergiram rapidamente em todos os países do bloco. Adicionalmente, os retornos passaram a depender mais de notícias comuns à região ao invés de notícias locais de cada país. Dada a escala do gráfico, não é possível observar, porém, há uma dispersão crescente desde meados de 2007 devido à crise financeira. Embora este aumento da volatilidade esteja supostamente vinculado à liquidez dos títulos, é muito provável também que este aumento esteja relacionado à percepção de crédito de alguns países. Finalmente, apesar de este mercado apresentar elevado nível de integração, as variações no nível de dispersão são maiores em comparação ao mercado de dívida de curto prazo visto anteriormente.

Gráfico 4: Dispersão *cross-sectional* da rentabilidade dos títulos dos governos federais dos países da área do euro relativo ao título do governo alemão (1992 – 2007)



Fonte: Banco Central Europeu

A Tabela 2 a seguir mostra a diferença dos retornos dos títulos públicos federais de 10 anos de cada país em comparação com os títulos da Alemanha (usado como referência) no período de 1993 a 2002:

Tabela 2: Média da diferença de retornos dos títulos federais de 10 anos dos países do euro em comparação com os títulos da Alemanha (1993 - 2002)

	Áustria	Bélgica	Finlândia	França	Grécia	Irlanda	Itália	Holanda	Portugal	Espanha
1993	0.2%	0.7%	2.3%	0.3%	16.9%	1.2%	4.7%	-0.2%	4.7%	3.7%
1994	0.2%	0.9%	2.2%	0.4%	14.0%	1.2%	3.7%	0.0%	3.6%	3.1%
1995	0.3%	0.6%	1.9%	0.7%	10.4%	1.6%	5.4%	0.0%	4.6%	4.4%
1996	0.1%	0.3%	0.9%	0.1%	8.4%	1.2%	3.1%	-0.1%	2.4%	2.5%
1997	0.0%	0.1%	0.8%	-0.1%	4.5%	0.7%	1.2%	-0.1%	0.7%	0.7%
1998	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	3.9%	0.2%	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%
1999	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	1.9%	0.2%	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%
2000	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.8%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%
2001	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.5%	0.2%	0.4%	0.1%	0.4%	0.3%
2002	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%

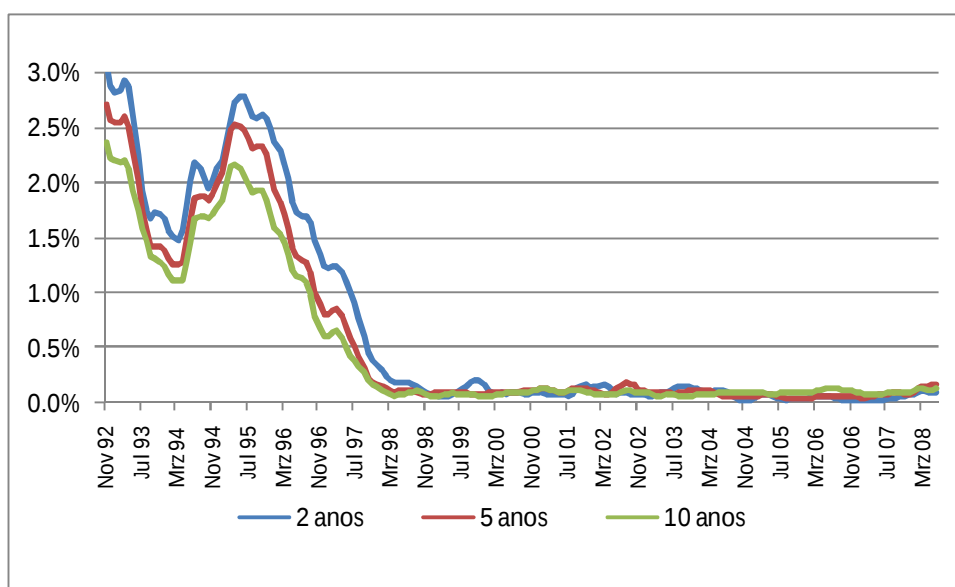
Fonte: Banco Central Europeu (2004)

Analisando a tabela anterior, com a exceção da Grécia, a diferença dos retornos com o título alemão caiu significativamente já em 1998. Porém, pode-se observar uma convergência maior da Grécia a partir de janeiro de 2001 quando o país adotou oficialmente o euro. De acordo com Baele (2004), esta rápida convergência nos retornos é explicada em grande parte pela convergência dos fundamentos macroeconômicos. O autor adiciona que o processo para uma estabilidade cambial e expectativa de uma moeda única inicialmente diminuiu a possibilidade de desvalorizações cambiais competitivas entre os países. Em um segundo momento, com a introdução do euro, estas diferenças ficaram mínimas. Ainda, segundo Baele, a unificação da moeda retirou uma das principais discrepâncias entre os retornos dos títulos públicos federais entre os países do bloco do euro. Adicionalmente, a convergência das políticas econômicas resultou em uma substancial convergência das expectativas de inflação entre os países. E finalmente, acrescenta Baele (2004), as restrições fiscais impostas pelo Pacto da Estabilidade e Crescimento têm ajudado na percepção de um risco de crédito relativamente pequeno.

Apesar de uma convergência bastante avançada logo na introdução do euro, pode-se observar pequenas diferenças entre os retornos de alguns países como a Áustria, Holanda e França em relação à Alemanha, apesar de terem o mesmo nível de crédito (AAA – nível de crédito mais elevado entre as agências de avaliação de crédito). O autor indica que diferenças do nível de liquidez, disponibilidade e liquidez de derivativos e pequenas diferenças de percepção de crédito são responsáveis por maior parte da diferença.

Ainda sobre a mesma análise, porém analisando outros prazos de vencimento (2, e 5 anos) pode-se observar a mesma tendência que os títulos de 10 anos. Além disso, pode-se notar que os títulos de 10 anos historicamente tinham variações menores em relação aos de 2 e 5 anos. Em princípio pode-se entender que o mercado esperava uma convergência maior no longo prazo dos fatores macroeconômicos. Esta variação dos retornos dos títulos de 10 anos em comparação aos títulos de 2 e 5 anos praticamente desapareceu após a introdução do euro como mostra o Gráfico 5 a seguir.

Gráfico 5: Variação dos retornos dos títulos públicos federais dos países do euro em comparação com o título alemão de 2, 5 e 10 anos (1992 – 2008)



Fonte: Banco Central Europeu

3.4. Mercado de Títulos Privados – *Corporate Bond Markets*

O mercado europeu de títulos privados é relativamente novo quando comparado ao mercado de títulos públicos. Porém, desde a introdução do euro, o mercado de dívida privada tem apresentado um crescimento expressivo. De acordo com o Banco Central Europeu (2007a), em 1999, as entidades públicas representavam aproximadamente 57% de todos os títulos denominados em euro emitidos por empresas ou entidades da área do euro. Já, em 2007, este percentual reduziu para 47% indicando que o mercado de dívida privada tem ganhado maior importância ao longo dos últimos anos (Tabela 3). De acordo com o Banco Central Europeu, esta é uma tendência interessante, já que o montante das emissões de dívida do setor

privado é na média consideravelmente menor que as emissões públicas, sugerindo assim um nível de liquidez mesmo para os emitentes menores. Também vale notar que o menor segmento em 1999, dívida emitida por “outras instituições financeiras” (ver categoria na tabela a seguir), teve o maior crescimento no período. O autor sugere que o aumento deste mercado coincide com o aumento do mercado de securitizações de forma global. As emissões de empresas não financeiras, conforme tabela a seguir, tiveram um crescimento de quase 100% entre 1999 e 2006. Outra evidência de uma maior liquidez está indicada no trabalho de Pagano e Jappelli (2008), demonstrando que os títulos privados da área do euro possuem spreads menores que os títulos privados denominados em dólares ou libra esterlina. Autores atribuem este fato precisamente à integração financeira desde o advento do euro com uma maior participação de agentes financeiros promovendo uma liquidez maior.

Tabela 3: Montante de emissões de dívida pública e privada (em Euros) pelos países da área do euro (1999 – 2006)

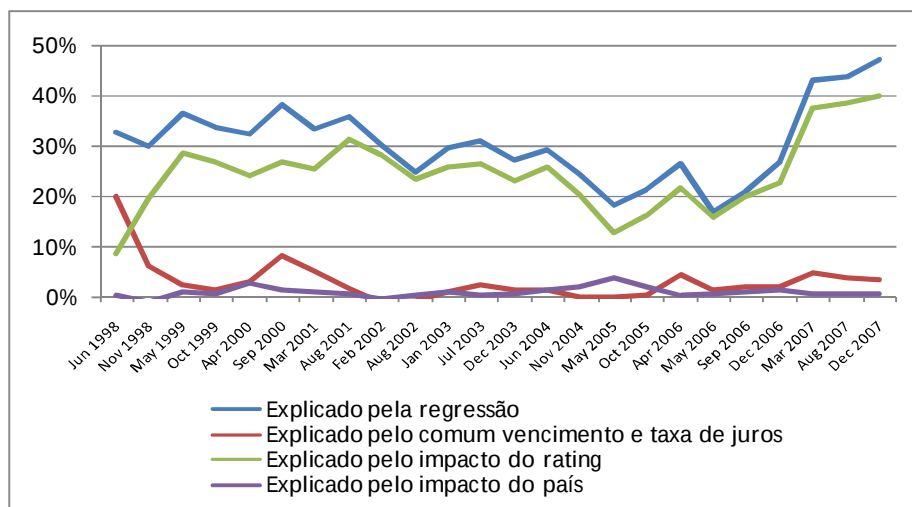
€ bilhões	Q4 1999	Q4 2000	Q4 2002	Q4 2004	Q4 2006	Aumento entre Q4 1999 e Q4 2006
Entidades Públicas	3'283	3'436	3'835	4'274	4'596	40%
Instituições Financeiras	2'085	2'424	2'677	3'123	3'668	76%
Outras Instituições Financeiras *	146	266	465	667	1'035	609%
Empresas Não-Financeiras	286	373	473	518	561	96%
Total	5'800	6'499	7'450	8'582	9'860	70%

* seguradoras, fundos de pensão, braco financeiro de empresas não financeiras

Fonte: Banco Central Europeu (2007a)

Para analisar o nível de integração, não é possível comparar as diferenças de retornos diretamente como no exemplo anterior dos títulos públicos. O retorno de um título privado depende de inúmeros fatores como a qualidade de crédito, liquidez, estrutura do fluxo de caixa, entre outros. Baele (2004) desenvolveu um modelo econométrico para verificar se os retornos dependem do país no qual o título foi emitido. Em um mercado integrado, a proporção da explicação da variância dos retornos explicada por efeitos específicos dos países deve ser próxima a zero. De acordo com cálculos do BCE, verifica-se que o impacto do país explica somente por uma porção pequena da variação dos *spreads*, conforme Gráfico 6 a seguir, e que, portanto, suporta um elevado nível de integração.

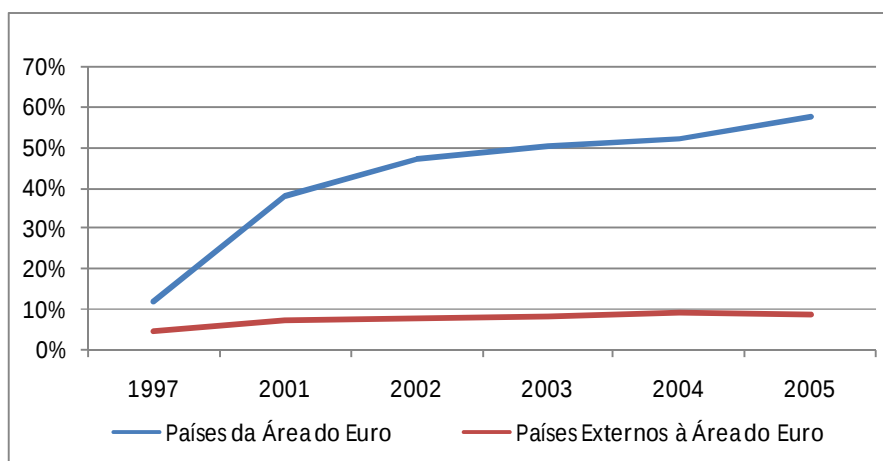
Gráfico 6: Variação *cross-sectional* dos retornos dos títulos privados explicados por vários fatores (1998 – 2007)



Fonte: Banco Central Europeu

Adicionalmente, outro indicador quantitativo, utilizado pelo BCE, aponta para um elevado nível de integração financeira neste mercado. O BCE calculou o percentual de títulos de longo prazo emitidos pelos governos ou empresas da área do euro que são mantidos por instituições financeiras em outras regiões da área do euro. O estudo sugere um alto nível de integração dado o aumento do percentual de detenção dos títulos (emitidos dentro do bloco do euro) por outros integrantes do bloco do euro, conforme indica o Gráfico 7 a seguir. Este fato sugere que os investidores estão aumentando a diversificação de seus portfólios na zona do euro.

Gráfico 7: Detentores dos títulos privados emitidos por agentes da área do euro (1997 – 2005)



Fonte: Banco Central Europeu

De acordo com Pagano e Thaden (2004), os títulos de dívida de longo prazo de forma geral estão cada vez mais integrados após o advento do euro. Tanto o mercado primário como o secundário têm elevado o nível de integração. Emissões de empresas aumentaram para níveis não observados anteriormente com benefícios de maior competição no mercado e maior liquidez nos mercados secundários. Ainda para Pagano e Thaden (2004), a persistência de pequenos diferenciais nos retornos de diferentes emissões de títulos públicos entre os países do euro não reflete a falta de integração, mas sim pequenas diferenças de risco. Para autores, apesar do alto nível de integração, existem ainda barreiras importantes a serem superadas como, por exemplo, a falta de infra-estrutura adequada para liquidação dos títulos.

3.5. Mercado de Ações

Um mercado de ações mais integrado na zona do euro pode gerar benefícios importantes ao bloco. De acordo com Baele (2004), há uma considerável evidência de que custo de capital no mercado acionário deve declinar à medida que o mercado se torne mais integrado. Em um mercado integrado, a minimização do custo de capital é obtida através de melhores possibilidades dos investidores em eliminar o risco específico do país através da diversificação setorial. Uma redução do custo de capital normalmente acarreta em um maior número de investimentos produtivos e contribui para o crescimento econômico. De acordo com o estudo da London Economics (2002) visto anteriormente, o PIB da União Européia pode crescer em até 1,1% com uma total integração financeira. Deste total, 0,5% (ou 45% do total) está relacionado com a integração do mercado de ações, demonstrando a importância e simultaneamente os desafios de integração deste mercado.

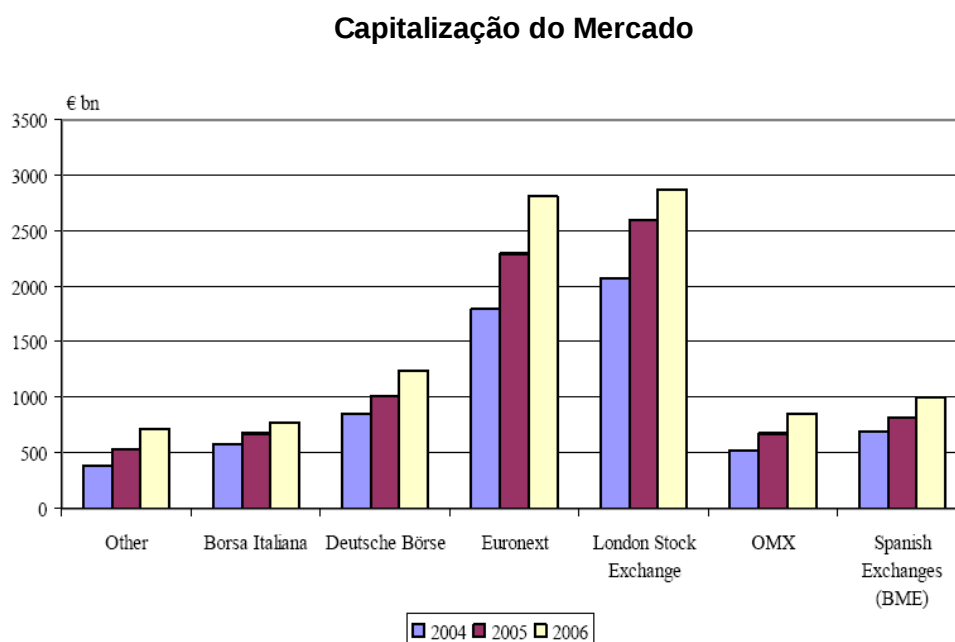
Adicionalmente, a questão da integração do mercado acionário é bastante relevante para o banco central europeu e para o eurosistema. À medida que o mercado acionário cresce em tamanho, os efeitos riqueza sobre o consumo tornam-se mais importante tornando uma relação mais estreita entre a flutuação do mercado acionário e a flutuação das variáveis da economia real. Conforme dito anteriormente, a possibilidade de diversificação de risco poderia reduzir a sensibilidade do consumo local em relação aos choques econômicos estritamente locais. Isso pode contribuir para uma menor divergência de ciclos econômicos entre os países do bloco

O mercado de ações da União Européia é bastante concentrado. De acordo com Schoenmaker (2009), as cinco maiores bolsas de valores da região excedem 90% do nível das transações, sendo que a bolsa de valores de Londres corresponde por 39%

do montante das transações negociadas. A bolsa de Londres e o Euronext correspondem juntos por 60%. O nível de concentração também é similar em termos de capitalização. As cinco maiores bolsas correspondem por 85% do total do valor do mercado acionário.

De acordo com o Gráfico 8 abaixo, o nível de capitalização da bolsa de Londres e Euronext são similares, porém o montante negociado na bolsa de Londres é o dobro da Euronext. Esse fato sugere que as ações listadas na bolsa de Londres são negociadas com maior frequência comparadas com as ações da Euronext.

Gráfico 8: Capitalização do Mercado (em bilhões de euros) em 2004, 2005 e 2006



Fonte: Schoenmaker (2009)

O aumento do interesse em transações de ações entre fronteiras resultou em uma concentração das bolsas de valores da região. Conforme Schoenmaker (2009), o principal movimento de consolidação das bolsas européias ocorreu nos primeiros anos após a introdução do euro. Houve a criação do Euronext que é resultado da fusão das bolsas de Amsterdã, Bruxelas e Paris em setembro de 2000. Esta nova empresa teve uma expansão quando adquiriu a Liffe (plataforma de derivativos de Londres) e absorveu as bolsas de Portugal (Lisboa e Porto) em 2001. Outro movimento importante foi a fusão das bolsas de Copenhague, Estocolmo, Helsinki, Tallin, Riga,

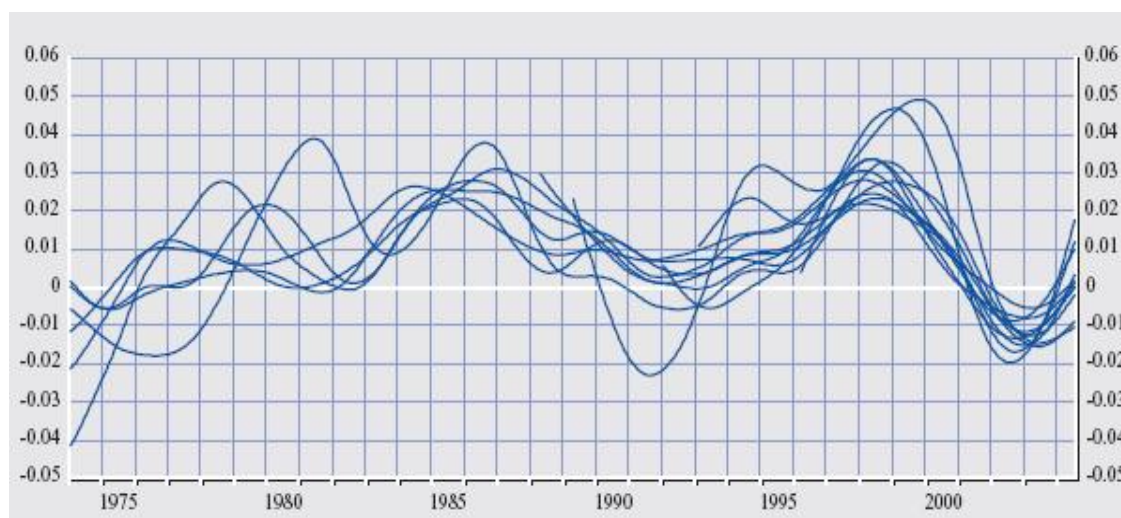
Vilnius e Islândia no período de 2004 e 2006 criando a OMS Nordic Exchange. Mais recentemente, em Julho de 2007, a Borsa Italiana foi adquirida pela bolsa de Londres. Em 2006 houve a primeira fusão transcontinental com a Euronext e NYSE (Bolsa de valores de Nova Iorque). Este grupo opera a maior e mais líquida bolsa de valores do mundo e atua com seis bolsas de valores em cinco países e seis bolsas de derivativos. De acordo com Schoenmaker (2009), a consolidação traz benefícios. Maiores bolsas de valores conseguem obter maior economia de escala reduzindo custos de transação, que por sua vez, atrai mais empresas na bolsa de valores. Ao mesmo tempo, estes ganhos em economia de escala podem inibir futuros investimentos em inovações tecnológicas devido a uma ausência de competidores.

Após a consolidação através da onda de aquisições e fusões entre as bolsas de valores, a integração do mercado de ações está sendo incentivada pela diretiva do Mercado e Instrumento Financeiro (*Market in Financial Instrument Directive*). Como resultado desta diretiva, foram criados os sistemas de negociação multilateral (*multilateral trading facilities* – MTF). Essa diretiva elimina a regra de concentração e as autoridades nacionais não podem mais direcionar os agentes financeiros a colocar as ordens de compra ou venda de ações através do sistema da bolsa de valores local. O sistema de negociação multilateral é definido pela diretiva como um sistema multilateral, gerido por um intermediário financeiro, que permite, dentro do próprio sistema e de acordo com as regras não discricionárias (regras impostas pela diretiva), o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de ações.

A efetividade destas novas formas pode ser comprovada através da participação de mercado. De acordo com o relatório da Comissão Europeia (2009), o Chi-X tem aproximadamente 15% do mercado secundário da bolsa de valores de Londres, ao passo que o Turquoise tem aproximadamente 5%. O Chi-X também possui cerca de 5% do mercado das bolsas europeias. Ainda de acordo com artigo publicado pela Bloomberg, em fevereiro de 2009, os sistemas de negociação multilaterais representam atualmente cerca de 25% do total do volume de ações negociadas em Londres. O Turquoise é formado por um consórcio de 7 bancos de investimento (Citibank, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley e UBS). Todo trabalho de liquidação, compensação e serviços de gerenciamento de riscos é conduzido por uma empresa única que subcontrata serviços regionais. Além desses, há outros sistemas no mercado que tentam buscar maior participação de mercado. Espera-se que, em breve, haverá uma consolidação neste mercado para uma competição mais acirrada com o mercado regulado (bolsas de valores atuais).

Em estudo sobre integração do mercado de ações, Baele (2004) apresenta os retornos mensais de 12 países do Euro (Gráfico 9). A primeira observação é que durante os anos de 1970 e 1980 os retornos mensais são bastante divergentes e, a partir dos anos 90, percebe-se uma correlação maior dos retornos. Porém o grau de convergência permanece aparentemente estável nos últimos anos.

Gráfico 9: Rentabilidade mensal do mercado de ações dos países da área do euro



Fonte: Baele (2004)

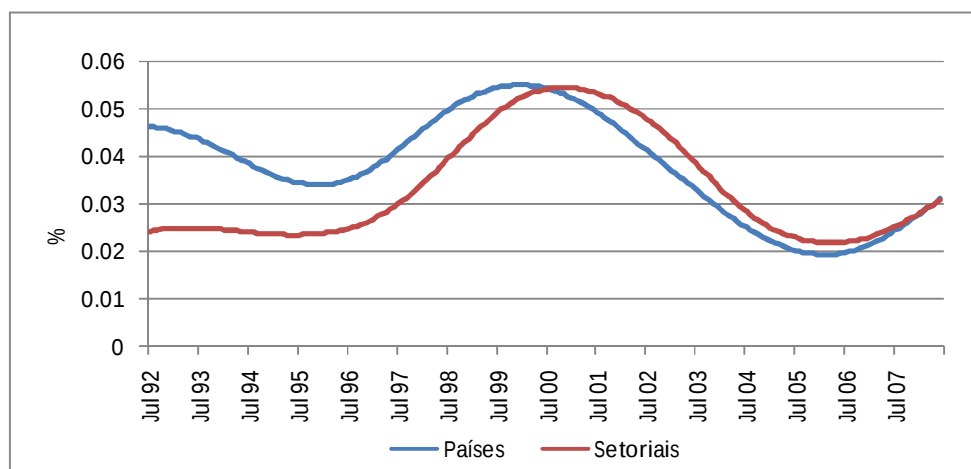
Adjaouté e Danthine (2003) investigaram esta correlação entre os retornos e concluíram que a correlação dos retornos entre os países era significativamente maior durante o período de Janeiro de 1995 a Agosto de 2002 comparado ao período de Maio de 1987 a Dezembro de 1994. Este fato sugere que o benefício de uma diversificação de risco pela alocação geográfica dentro da região do euro fora reduzido. Isso pode ser explicado em parte por uma maior sincronização dos ciclos econômicos e convergência dos fundamentos macroeconômicos. Conforme Baca (2000), há maiores potenciais para uma diversificação setorial *versus* uma diversificação geográfica. A estatística do banco central europeu calcula o nível de dispersão cross-sectional em ambos os índices setoriais.

De acordo com Inzinger e Haiss (2006), houve uma significativa mudança de paradigmas após a introdução do euro nos portfólios de investimento. Até a introdução do euro, o primeiro passo para alocação dos investimentos era tipicamente definir qual a alocação geográfica era mais adequada. Em um segundo momento, as ações eram

escolhidas de acordo com determinados critérios dentro da alocação geográfica previamente definida. De acordo com autores, mais recentemente, estudos indicam que os investidores que atuam dentro da região do euro estão cada vez mais convencidos de que é mais importante uma diversificação de segmentos ou setores da economia ao invés de uma diversificação geográfica, ou seja, os investidores da região do euro têm diminuído a proporção de investimento em ações domésticas em seus portfólios e têm buscado uma estratégia mais relacionado a uma diversificação de setores da economia do euro. Esse fato reflete o aumento do número de índices de ações relacionado ao mercado como um todo.

Em trabalho publicado pelo BCE, em abril de 2008, foi calculada a dispersão dos retornos dos países em relação ao retorno do bloco (dispersão *cross-sectional* dos retornos dos países). Mais especificamente a dispersão *cross-sectional*, que é calculada com base no desvio-padrão dos retornos (consolidado por países ou setores) em relação ao retorno total do bloco, é inversamente relacionada ao grau de correlação. Ou seja, quanto menor a correlação dos retornos, maior será a diferença dos retornos e, portanto, maior dispersão. Quanto mais integrado o mercado, maior os benefícios de uma diversificação setorial comparado a uma diversificação geográfica. O Gráfico 10 a seguir foi obtido através dos dados disponíveis no banco de dados do BCE e observa-se que a dispersão *cross-sectional* dos retornos dos países tem sido maior que a dispersão dos retornos setoriais, sugerindo que a correlação dos retornos dos países era menor que a correlação dos retornos setoriais até 1990. Este resultado de certa forma confirma que a diversificação geográfica tem historicamente apresentado melhores resultados. Porém há uma inversão do comportamento das curvas após 1990 que sugere uma superioridade da diversificação setorial. A partir de meados de 2007, quando se iniciou a crise financeira nos Estados Unidos criando uma turbulência no mercado financeiro mundial, a curva reverteu-se novamente indicando que a diversificação geográfica oferece melhores benefícios para uma diversificação do portfólio. Ainda não há dados estatísticos suficiente para determinar se isso é um movimento mais permanente ou algo temporário dado a volatilidade dos mercados.

Gráfico 10: Dispersão *cross-sectional* dos retornos mensais setoriais comparados com os retornos mensais dos países da área do euro (1992 – 2007)



Fonte: Banco Central Europeu

Inzinger e Haiss (2006) realizam uma pesquisa teórica sobre os principais estudos sobre integração do mercado acionário na Europa. No total foram analisados 54 estudos empíricos de vários jornais e publicações (Tabela 4). Em geral, a grande maioria dos autores concentrara seus estudos nos indicadores baseados em rentabilidade. Somente cinco trabalhos focaram em indicadores quantitativos. Segundo o autor, a maior desvantagem destes indicadores é que eles não podem provar a existência da integração financeira apesar de serem bastante úteis para sinalizar a tendência do movimento.

Tabela 4: Sumário dos resultados (frequência dos resultados entre parênteses) da pesquisa realizada por Inzinger e Haiss (2006) sobre a integração do mercado acionário

(1) Indicadores baseado em rentabilidade	(2) Impacto dos efeitos específicos do país vs efeitos setoriais sobre a rentabilidade	(3) Indicadores baseados em quantidade
a) Não houve integração entre os mercados acionários europeus de forma geral (5)	a) Efeitos específicos do país dominam sobre os efeitos setoriais (2)	a) Redução do home bias em portfólios
b) Aumento da integração entre os mercados acionários europeus de forma geral (24)	a) Efeitos setoriais dominam sobre efeitos específicos do país (4)	b) Proporção de empresas estrangeiras listadas em bolsas declinou (3)
c) Aumento da integração entre os mercados acionários europeus devido à introdução do euro (13)	c) Efeitos específicos do país equivale aos efeitos setoriais (2)	
d) Aumento da integração entre os mercados acionários europeus com os mercados internacionais (9)		
e) Redução da integração entre os mercados acionários europeus com os mercados internacionais (9)		

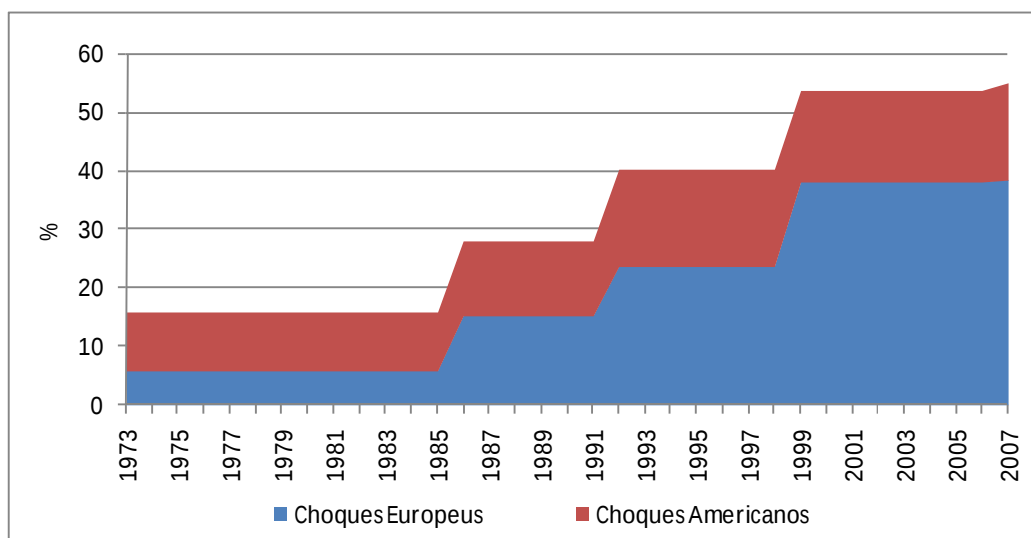
Fonte: Inzinger e Haiss (2006)

Conforme tabela dos resultados, somente cinco estudos mostraram alguma evidência de que a integração do mercado de ações não evoluiu, ao passo que vinte e quatro estudos indicaram uma maior integração dos mercados acionários europeus e treze confirmaram que o aumento da integração ocorreu devido à introdução do euro. Conforme dito anteriormente, se o mercado está em estágio avançado de integração, então o efeito de eventos dos países em específico devem exercer poucas influências sobre o retorno das ações. Nesta pesquisa, metade dos trabalhos que investigaram tal aspecto indicou que os efeitos setoriais prevaleceram sobre os efeitos específicos dos países. Outros 25% indicaram que os efeitos específicos dos países dominam sobre os efeitos setoriais e outros 25% indicam igualdade. E finalmente os dois trabalhos focados nos indicadores quantitativos mostraram uma redução do efeito *home bias* e redução da proporção das empresas estrangeiras listadas nas bolsas européias.

Em geral a tendência de investir no país de origem pode ser observada em toda parte do mundo. Esse fenômeno é chamado de "*home bias*". De acordo com Kilka e Weber (2000), a melhor explicação para este fenômeno é que os habitantes de um país sentem-se mais confiantes sobre as ações que são negociadas no seu próprio país. Strong e Xu (2003) adicionam indicando outros motivos comportamentais sugerindo que investidores tendem a mostrar um otimismo para com a bolsa de valores de seu país. O efeito "*home bias*" pode ser classificado entre as medidas quantitativas da mensuração da integração financeira. A principal questão neste tema é entender o percentual de investimentos estrangeiros nos diferentes mercados de ações dentro do bloco do euro. De Haan, Oosterloo e Schoenmaker (2008) indicam que o "*home bias*" tem declinado desde 1997, porém ainda é bastante evidente.

Conforme mencionado, em um mercado integrado de ações, os preços devem ser impactados por fatores comuns à região do euro ao invés de por fatores específicos dos países. Baele (2004) coloca a premissa de que os retornos no mercado de ações na área do euro reagem de acordo com fatores internos (à área do euro agregada) e externos (mercado de ações norte-americano como *proxy*). Desta forma, o BCE desenvolveu um modelo econométrico para mensurar a proporção da volatilidade do mercado acionário do bloco do euro que é explicada por fatores locais e globais. Tudo mais constante, quanto maior a explicação por fatores locais maior é a integração do mercado na área do euro, sinalizando que os retornos das bolsas de valores do bloco do euro são impactados por notícias locais. O Gráfico 11 a seguir sugere que a evolução da integração no bloco de euro tem aumentado significativamente após a introdução da moeda comum.

Gráfico 11: Proporção da variância dos retornos da área do euro explicado por choques americanos e europeus (1973 – 2007)



Fonte: Banco Central Europeu

A infra-estrutura para o mercado de ações é menos integrada em comparação com o mercado de títulos de longo prazo. Enquanto o serviço de liquidação e compensação dos títulos de dívida de longo prazo é concentrado basicamente em poucas câmaras de liquidação, o mercado de ações basicamente baseia-se essencialmente em sistemas locais. Adicionalmente outras barreiras como diferentes ciclos de compensação ou tributação complicam a integração dos sistemas. Este assunto será detalhado mais adiante.

Em sumário, não é possível afirmar um elevado nível de integração para o mercado de ações. Porém, avanços significativos ocorreram nestes últimos anos que não podem ser desprezados: a) consolidação das bolsas de valores devem levar a uma redução de custos de transação dada economias de escala; b) introdução dos sistemas multilaterais de negociação que permitem investidores negociar ações em vários mercados do bloco simultaneamente; c) as notícias comuns ao bloco são consideravelmente mais importantes que notícias locais no retorno dos ativos. Algumas barreiras importantes ainda devem ser resolvidas, principalmente nos aspectos regulatórios e de infra-estrutura. Estas questões de infra-estrutura serão mais bem detalhadas a seguir.

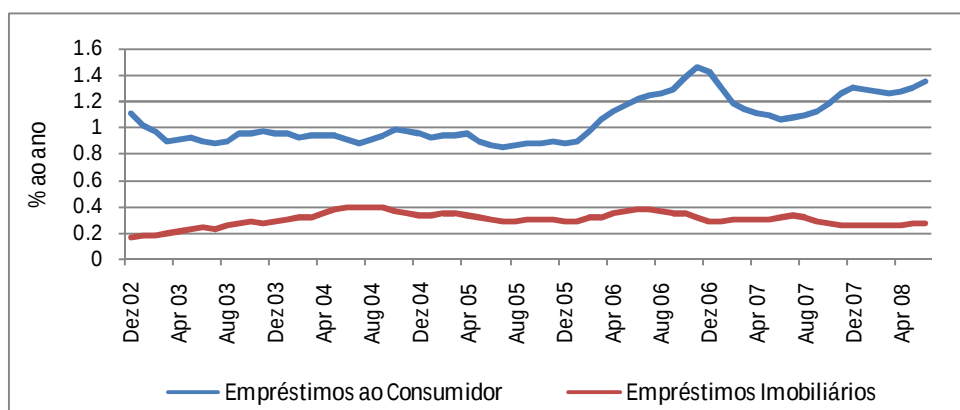
3.6. Mercado Bancário

Os bancos são cruciais para a transmissão da política monetária. Apesar de outras formas de intermediação, como o mercado de capitais, os bancos ainda são os principais intermediadores na zona do euro. De acordo com o próprio banco central europeu, a existência de diferenças estruturais no sistema bancário tem sido a principal causa de assimetria na transmissão da política monetária.

O mercado bancário compreende entre o mercado interbancário, atividades relacionadas ao mercado de capitais e atividades normais de varejo. Os indicadores revelam que o setor do varejo continua bastante fragmentado, ao passo que o mercado interbancário e de capitais continuam elevando seus níveis de integração. O foco deste trabalho será o mercado de varejo em que a fragmentação é praticamente um consenso entre os estudos analisados.

Um indicador de integração financeira, baseado na lei de um preço único e utilizado pelo BCE, refere-se ao nível de dispersão das taxas de juros em empréstimos e depósitos dos bancos para as empresas ou pessoas físicas (Gráfico 12). As diferenças são bastante significativas e não há uma tendência declinante. De acordo com relatório do banco central europeu (2008), há uma série de fatores que podem influenciar esta diferença de taxas de juros. Primeiramente, as diferentes condições das economias nacionais em termos de tamanho da economia, perfis de risco e crédito, grau de desenvolvimento do mercado de capitais, entre outros. Em segundo lugar, há outros fatores institucionais como tributação, regulamentação, supervisão, proteção ao consumidor, etc. E, finalmente preferências distintas do consumidor resultando em diferentes produtos oferecidos em diferentes países.

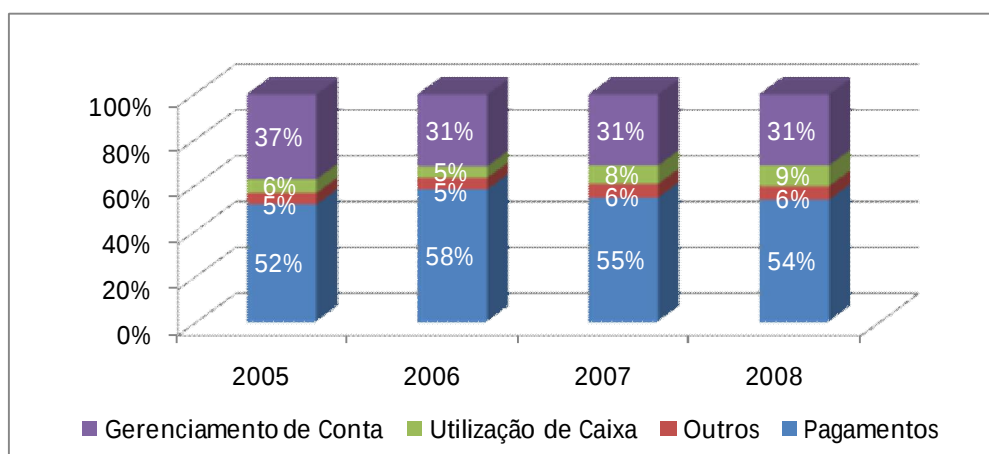
Gráfico 12: Desvio-padrão das taxas de juros anuais entre os países do euro – a menor taxa foi utilizada como referência (1992 – 2008)



Fonte: Banco Central Europeu

Um dos motivos potenciais destas discrepâncias pode estar relacionado às diferentes estruturas bancárias nos diversos países do bloco. De acordo com o relatório anual da Capgemini (2008), primeiramente será analisado o comportamento das receitas bancárias na área do euro de 2005 a 2008. Conforme Gráfico 13¹¹, as fontes de receitas advindas de tarifas bancárias não têm alterado drasticamente nos últimos 4 anos. Entretanto, vale a pena salientar um aumento da receita advinda de utilização de caixa. O relatório sugere que este fato é um sinal claro de que a unificação da moeda não trouxe benefícios de redução do custo da utilização do caixa nos últimos quatro anos.

Gráfico 13: Fontes de receita (tarifas bancárias) na área do euro – em percentual de acordo com 4 categorias – (2005 – 2008)

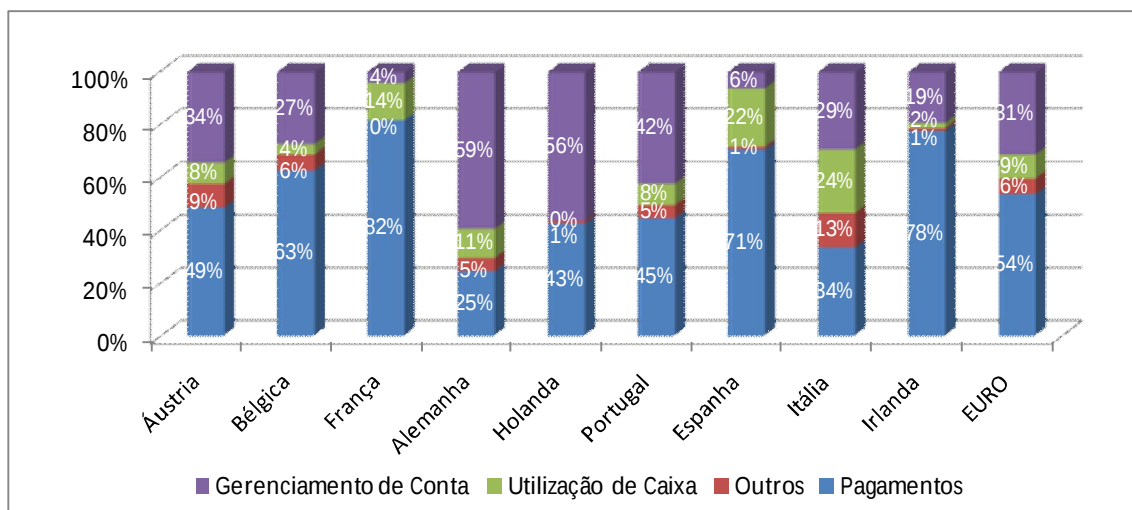


Fonte: Capgemini(2008)

Igualmente interessante nesse estudo, é a análise individual dos países da zona do euro. O Gráfico 14 a seguir mostra como o segmento bancário está bastante fragmentado entre os países do euro com diferenças significativas no perfil das receitas. A última coluna indica a média dos países do euro e percebe-se que não há harmonização entre os países. Alemanha, Holanda e Portugal dependem fundamentalmente de receitas oriundas de gerenciamento de conta ao passo que Áustria, Bélgica, França, Espanha e Irlanda obtêm a maior parte de suas receitas através de operações de pagamentos.

¹¹ Gerenciamento de conta: conta-corrente, online banking, call center; utilização de caixa: depósitos em agência ou caixa eletrônico, retiradas em agências ou caixas eletrônicos. Outros: suspensão de cartão de débito ou cheque, busca de documentos. Pagamentos: cheque, cartão de débito, cartão de crédito, débito direto, transferências eletrônicas.

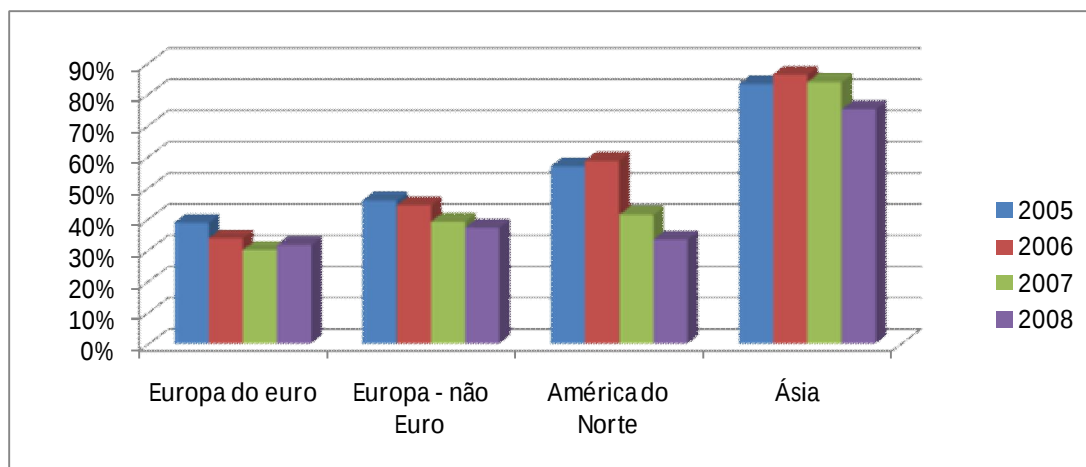
Gráfico 14: Fontes de receita (tarifas bancárias) dos países da área do euro – em percentual de acordo com 4 categorias – 2008



Fonte: Capgemini (2008)

O relatório Capgemini (2008) ainda indica as discrepâncias dos preços em diferentes regiões do mundo. A tendência mundial indica uma redução das discrepâncias de preços, conforme Gráfico 15 abaixo e tem sido extremamente rápida na América do Norte onde as diferenças de preços caíram quase pela metade em dois anos. Segundo o relatório, este resultado é consistente com a interpretação de que houve um aumento de preços das tarifas dos bancos com rápido crescimento. O autor ainda indica que o desenvolvimento na Ásia é diferente. A discrepância está sendo reduzida na Austrália ao passo que há um aumento no Japão. Em relação à Europa do euro, observa-se uma tendência de queda ao longo dos últimos anos apesar de 2008 não mostrar esta evidência. Não obstante, a discrepância da zona do euro ainda é a menor de todas as regiões.

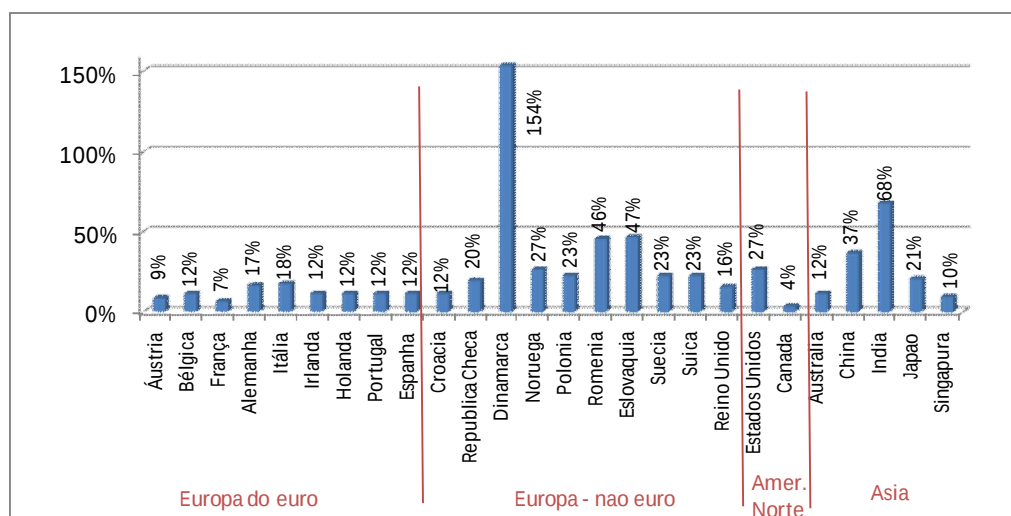
Gráfico 15: Discrepância de preços de uma cesta de serviços básicos bancários (2005 - 2008)



Fonte: Capgemini (2008)

O gráfico 16 a seguir faz uma análise semelhante ao gráfico anterior, porém indica as discrepâncias de preços em níveis nacionais. O relatório Capgemini (2008) indica que as discrepâncias tendem a serem menores em mercados maduros na medida em que os consumidores consideram serviços bancários como um serviço básico gerando uma competição mais acirrada. Como indicado anteriormente, serviços bancário no varejo ainda são basicamente nacionais com poucas influências externas. O relatório indica que grandes discrepâncias estão associadas às rápidas mudanças dos mercados como na Espanha e Irlanda.

Gráfico 16: Discrepância de preços de serviços básicos bancários – interno ao país (2008)



Fonte: Capgemini (2008)

Conforme visto anteriormente, as taxas de juros nos diversos países sugerem que o mercado bancário não está integrado. Affinito e Farabullini (2009) mostram que a dispersão das taxas de juros é reduzida após ajuste de algumas variáveis para refletir as características dos consumidores, como, por exemplo, o risco de crédito, renda, tamanho da empresa, etc. Os autores também demonstram que as dispersões são maiores entre os países do euro, comparado as dispersões dentro da Itália. Os autores apresentam uma conclusão bastante interessante: *“euro área prices appear different because national banking products are different or because they are differentiated by national factors”*. Ou seja, os autores sugerem que não é viável uma comparação direta entre os preços, uma vez que a estrutura bancária é diferente. Gropp e Kashyap (2009) adicionam que, pelo mesmo raciocínio, a mensuração da integração através do teste da lei de um preço único não é viável para este segmento. Adicionalmente, os autores indicam que as dispersões das taxas de juros podem ser completamente não relacionadas ao conceito de integração bancária. Gropp e Kashyap (2009) indicam que a elevada heterogeneidade na demanda por produtos bancários no varejo pode ser resultado das diferenças em legislações tributárias, preferências dos consumidores, etc. Como exemplo, os autores indicam as diferentes tributações para empresas em diferentes países (França: 32,1%; Alemanha: 38,1%, Espanha: 23,2%) podem levar a uma preferência por maior endividamento ou capital próprio como resultado da dedutibilidade da base fiscal. Dado que a lei de um preço único não é a melhor forma de verificar a integração financeira, os autores se basearam na literatura de que se o mercado está em equilíbrio, então a expectativa de retorno de ativos comparáveis devem ser similares, ou seja, os autores sugerem que o mercado estará integrado na medida em que há uma convergência de rentabilidade. Como resultado de uma pesquisa entre os anos de 1994 e 2006 na região do euro, os autores concluem que através desta métrica, também não há evidência de uma convergência da rentabilidade e, portanto, não há uma evidência de integração do mercado bancário de varejo.

Segundo Pagano e Jappelli (2008), as regras jurídicas para o mercado bancário de varejo é bastante homogêneo, porém não é possível verificar uma competição *cross-border* neste segmento específico. Segundo autores, os empréstimos *cross-border* em 1999 representavam aproximadamente 3% do total dos empréstimos, e aproximadamente 4% em 2003 indicando uma melhora marginal. Este movimento pode ganhar forças à medida que as fusões e aquisições se intensificam no bloco. Porém, Adam et al (2002) analisam o volume de ativos *cross-border* dos bancos e o número de agências em outros países para medir a integração,

principalmente no mercado de varejo. Autor indica que seria muito difícil uma competição somente pela internet sem uma presença física. Dada a dificuldade de se iniciar uma atividade de varejo em outro país, a saída mais viável é a aquisição de bancos locais. Porém não foram encontradas evidências de grandes transações *cross-border* e, conforme autores, houve mais operações de aquisições e fusões domésticas ou nacionais em comparação a operações *cross-border*.

Conforme mencionado anteriormente, legislações tributárias distintas levam a um custo de capital após impostos. Adicionalmente, diferentes regulamentações e execução de contratos em diferentes países resultam em divergências entre países conforme Pagano e Jappelli (2008). Os autores adicionam que a eficiência jurídica é diferente para cada país da região, demandando assim um custo adicional diferenciado dependendo da localização da operação financeira. Um exemplo indicado no trabalho de Pagano e Jappelli (2008) é o tempo que levaria uma disputa jurídica para compensação de um cheque. Na Itália o processo pode demorar 645 dias, em Portugal 434 dias, na Áustria 420 dias, na Holanda somente 39 dias e 11 na Irlanda. França e Alemanha ficam em média 181 e 154 dias respectivamente.

Outro processo importante para uma integração neste segmento, principalmente no crédito de varejo, é a disseminação uniforme das informações de crédito. As informações de cada cidadão do bloco deveriam estar disponíveis igualmente a todos os bancos ou instituições de crédito. Porém, os bancos de dados ainda não estão integrados e basicamente há informações divergentes em sistemas de banco de dados essencialmente nacionais. Há questões jurídicas de leis de privacidade que devem ser endereçadas para uma integração.

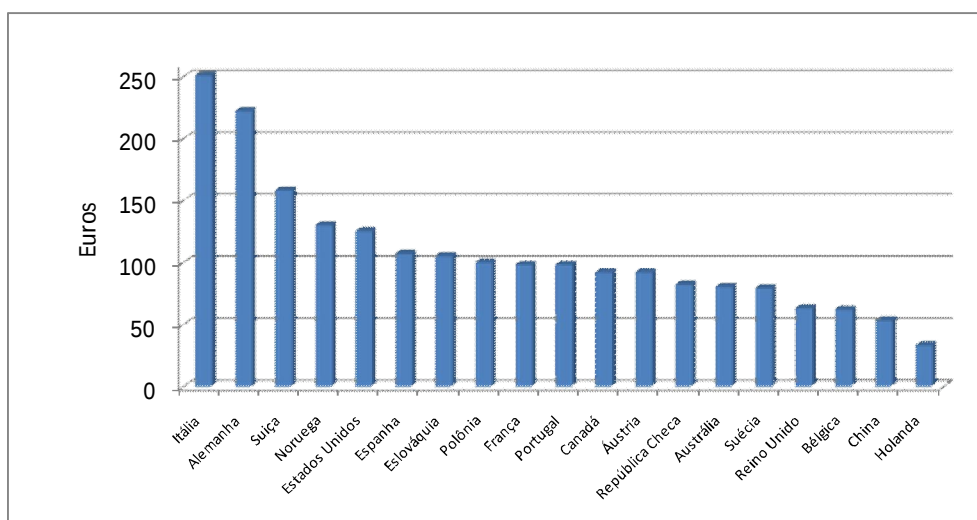
O baixo nível de integração no varejo também é comumente associado à alta fragmentação da infra-estrutura do sistema de pagamentos. Ao contrário dos sistemas de grande volume (LVPS), a situação dos sistemas no varejo não difere muito do tempo anterior a 1999. Os atuais sistemas ainda estão focados nas circunstâncias e detalhes de cada país. De acordo com Schoenmaker (2009), a União Européia ainda apresenta 27 sistemas de pagamentos heterogêneos ao invés de um sistema único. Salo (2006) indica que a não harmonização é devido às diferenças dos sistemas de pagamentos nacionais que possuem parâmetros, critérios e padrões não uniformes. Ao longo do tempo, cada país desenvolveu e aprimorou seus sistemas de acordo com as preferências nacionais em termos de preferências de produtos e disponibilidade e facilidade de acesso às informações. Portanto, substituir todos estes sistemas por um

único pode gerar deficiências em pagamentos em países individuais e também significa alto investimento em sistemas.

O processo de pagamentos de varejo varia bastante entre os países e dependem do tipo de instituições (Freixas e Holthausen, 2008). A primeira câmara de compensação europeia para pagamentos de varejo foi o STEP2 que foi lançado em 2003 para os países do euro. Os pagamentos podem ser processados bilateralmente entre as câmaras de compensação nacionais. São basicamente *interfaces* criadas para facilitar a comunicação entre os sistemas. A atual fragmentação traz uma ineficiência significativa para a Europa de forma geral.

De acordo com o relatório Capgemini (2005), a fragmentação resulta em divergências bastante significativas em comparação entre os países. O Gráfico 17 a seguir apresenta a comparação de preços para pagamentos de forma geral. Enquanto que na média, um holandês pagava €34 para serviços de pagamento, um consumidor italiano pagava €252. De acordo com Schoenmaker, a Comissão Europeia estimou que o custo agregado para o sistema de pagamentos dentro da União Europeia é de aproximadamente 2% a 3% do PIB. Porém, para alguns países, como Holanda e Bélgica, estes custos são substancialmente menores. De acordo com Schoenmaker (2009), para esses países o custo deve ser de aproximadamente 0,3% a 0,5% do PIB. O determinante para a formação deste custo é a forma de transferência de recursos que corresponde a 60% a 70% do total deste custo. O baixo custo agregado para Holanda, Bélgica e Suécia está associado ao elevado uso de instrumentos eletrônicos para realização de pagamentos.

Gráfico 17: Comparação de preços para serviços de pagamento – 2008



Fonte: Capgemini (2008)

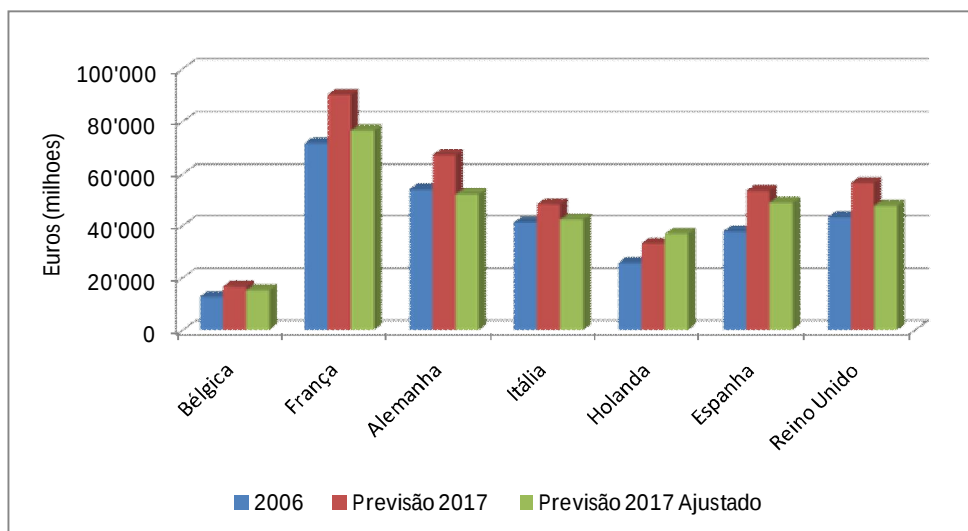
O projeto SEPA (*Single Euro Payment Área*), suportado pelo BCE, representa um importante passo para eliminação das assimetrias no mercado de varejo e propiciar um ambiente para um significativo avanço da integração financeira nos mercados de varejo. O SEPA permitirá aos clientes fazerem pagamentos em moeda escritural a qualquer beneficiário localizado em qualquer ponto da área do euro, utilizando uma única conta bancária e um único conjunto de instrumentos de pagamento. Todos os pagamentos de varejo em euros passam a ser considerados “domésticos” deixando de existir qualquer diferenciação entre pagamentos nacionais e transfronteiras dentro da região do euro. O SEPA foi lançado em janeiro de 2008 e até outubro do mesmo ano, aproximadamente 1.7% do total das transações foi realizado dentro do formato SEPA. Assim a completa migração para o SEPA ainda levará alguns anos, porém espera-se que a migração da grande massa crítica ocorra até o final de 2010.

A execução do SEPA é vista como uma mudança estrutural bastante importante na área do euro. De acordo com Schoenmaker (2009), o SEPA não trará simplesmente uma plataforma comum de pagamentos de varejo, mas promoverá uma grande mudança no mercado com uma estrutura uniformizada, regras novas e padrões técnicos. Assim, esta plataforma comum de pagamentos deverá trazer maior competição para o mercado bancário diminuindo as barreiras de entrada. De acordo com a Comissão Europeia (2007), os sistemas de pagamentos dentro da União Europeia variam consideravelmente e alguns sistemas são operados pelo banco central ou organização sem fins lucrativos, ao passo que outros são operados por parcerias e iniciativa privada. Assim, as estruturas tecnológicas e de preços variam substancialmente entre os países. Com a introdução do SEPA, todos os meios de pagamentos serão afetados e os atuais sistemas de transferências de crédito, débitos diretos, pagamentos com cartão serão descontinuados e migrados gradualmente. Atualmente os sistemas nacionais coexistirão com o SEPA até que a migração ocorra de forma irreversível. O Banco Central Europeu e a Comissão Europeia suportam uma auto-regulação do mercado, porém dada a importância e impactos para a sociedade de forma geral, a Comissão Europeia reserva seu direito de introduzir legislações necessárias para um bom funcionamento deste sistema de pagamentos.

O relatório Gapgemini (2008) realizou um estudo para verificar como estas mudanças estruturais modificariam as receitas de tarifas bancárias em 2017 se os preços declinarem conforme projeção. A premissa do modelo é de que os preços serão iguais à média dos dois menores preços encontrados e o montante das tarifas

será proporcional ao crescimento do PIB. O Gráfico 18 a seguir indica uma queda média de 10% na receita dos 7 principais mercados da área do euro.

Gráfico 18: Projeção das Receitas Bancárias (tarifas)



Fonte: Capgemini (2008)

Desta forma, uma maior integração bancária deverá forçar a uma uniformização dos sistemas de pagamento de varejo permitindo uma competição mais acirrada com barreiras de entrada menores. Isso deverá resultar em uma redução de tarifas aos consumidores finais. Os bancos que hoje dependem essencialmente destas tarifas deverão passar por mudanças estruturais e reformular a estratégia de lucratividade.

No mercado interbancário ou de atacado, a infra-estrutura (com o TARGET2) não é problema e os bancos da área do euro estão diversificando cada vez mais seus riscos entre si. De acordo com o relatório do BIS, os bancos da região do euro possuíam cerca de 24% do PIB da região do euro em ativos de outros bancos do bloco. Este percentual aumentou para 48% em março de 2007. Spiegel (2004) indica que a maior integração bancária e a introdução do euro, gerou empréstimos de outros países do bloco para Portugal em volumes três vezes maiores comparado com período antes da união monetária. O autor indica duas principais razões para este aumento: a) a extinção do risco cambial e, b) o aumento do comércio entre Portugal e os outros países do bloco gera um maior conhecimento e confiança dos bancos.

Em resumo o mercado bancário de varejo ainda se apresenta bastante fragmentado tanto sob a ótica da lei de um preço único como da convergência dos

retornos dos ativos. A dispersão de taxa de juros entre os países do euro calculados pelo BCE e os indicadores do relatório Gapgemini deixam evidente as divergências significativas de estruturas de preços, estratégias de receita. Mesmo sob uma ótica da convergência dos retornos, estudos também apontam para uma fragmentação do mercado. Alguns aspectos importantes contribuem para uma segmentação tais como as diferentes legislações fiscais, diferentes preferências do consumidor e distintas regras e regulamentações de ordem jurídica. Outro motivo extremamente relevante e freqüentemente mencionado como um dos principais motivos da fragmentação é a infra-estrutura do sistema de pagamentos. Espera-se que após a implementação do projeto SEPA, não haverá mais distinção operacional ou de custos entre pagamentos nacionais e pagamentos para outros países do euro. Deste modo, além de não haver diferenças nos modos de pagamento, espera-se atingir uma padronização e harmonização do funcionamento dos diferentes tipos de produtos bancários. Segundo os dados dos relatórios do Capgemini, a implementação do SEPA deverá ainda causar uma revisão das estratégias dos bancos dado o impacto nas receitas das tarifas bancárias.

3.7. Infra-Estrutura de Compensação e Liquidação de Títulos e Ações e Outras Barreiras

Um aspecto bastante importante para elevar o nível de integração financeira é a integração da infra-estrutura dos sistemas de compensação e liquidação de títulos e ações. Como visto anteriormente, a integração da infra-estrutura foi importante para que houvesse uma integração financeira no mercado de dívidas de curto prazo. Os estudos sobre o assunto, de forma geral, apontam que em alguns segmentos, particularmente o mercado de ações, a falta de uma integração dos sistemas de compensação e liquidação continua sendo um importante empecilho para maior integração.

Conforme visto anteriormente, a definição de integração financeira está baseada em três componentes importantes: a) mesmo conjunto de regras; b) agentes possuem igual acesso aos produtos e serviços; c) tratamento igualitário. Conforme relatório do Banco Central Europeu (2005), no campo da infra-estrutura, a métrica do mesmo conjunto de regras será atingido se os fornecedores dos sistemas de negociação, liquidação e compensação operarem sob os mesmos requerimentos técnicos, mesmos preços, mesmas regulamentações jurídicas, etc.. Adicionalmente, a definição de igual acesso implica igual acesso aos sistemas de negociação, liquidação e compensação.

De acordo com o Instituto de Mercado de Capitais Europeu - ECMI, diante do reconhecimento da ineficiência e custos associados com a fragmentação dos sistemas de liquidação e compensação, a Comissão Europeia estabeleceu um grupo de profissionais liderados pelo Prof. Giovannini para identificar as melhorias necessárias para uma consolidação das operações dentro da união europeia. O primeiro relatório do grupo Giovannini (2001) identificou 15 barreiras para uma total integração financeira na União Europeia. De acordo com o relatório, as 15 barreiras podem ser classificadas em três categorias distintas: a) conjunto de requerimentos técnicos (10 barreiras); b) impostos (2 barreiras); c) incertezas de ordem jurídica. O ECMI indica que dada a complexidade destas questões, o suporte do Conselho Europeu é fundamental para endereçar os desafios. Os diferentes códigos civis e legislações fiscais além das especificidades técnicas de cada país fazem esta integração um tanto quanto complicada conforme o relatório da ECMI. O relatório ainda indica que a melhor forma de endereçar as barreiras identificadas é através de uma mistura entre o setor privado e público. O relatório Giovannini (2001) sugere uma eficiência maior do setor privado para resolver as questões técnicas de informática e que o setor público deve coordenar as questões legais e fiscais.

Tabela 5: 15 Barreiras de Giovannini na infra-estrutura de liquidação e compensação

Barreira 1	Diversidade das plataformas de sistemas de informação
Barreira 2	Restrições nacionais sobre a localização das câmaras de liquidação e compensação
Barreira 3	Ações corporativas (ex: dividendos, recompra de ações, divisão, etc.)
Barreira 4	Ausência de uma liquidação "intra-day" (no mesmo dia)
Barreira 5	Impedimentos para um acesso remoto
Barreira 6	Diferenças nos prazos padrões de liquidação (principalmente no mercado de ações)
Barreira 7	Diferenças nos horários de operações e horários máximos para liquidação (principalmente nos casos onde a liquidação não é em tempo real)
Barreira 8	Diferenças nas emissões dos títulos que pode resultar na incapacidade de emitir e registrar no mesmo dia
Barreira 9	Restrições nacionais na localização dos títulos - algumas restrições de que se a emissão ocorrer em um país a liquidação e compensação deve necessariamente ocorrer no mesmo país
Barreira 10	Restrições nacionais na atividade dos dealers e market makers
Barreira 11	Imposto de renda de fonte -- desvantagem para intermediários estrangeiros
Barreira 12	Impostos de transação diferentes dependendo do país
Barreira 13	Ausência de uma regulamentação única para o tratamento dos títulos como garantia
Barreira 14	Diferenças nacionais para o tratamento jurídico de compensação nas operações bilaterais
Barreira 15	Diferenças nacionais na definição jurídica de posse e titularidade podem causar conflitos

Fonte: Giovannini (2001)

A tabela abaixo obtida no relatório do BCE (2005) sobre a integração dos sistemas de infra-estrutura indica o número de câmaras de compensação e liquidação. Pode-se observar uma determinada consolidação nos últimos anos. Embora a consolidação tenha ocorrido de forma majoritária em termos nacionais, há algumas

fusões e alianças importantes no ambiente internacional (dentro da área do euro). Entretanto, como mostra a Tabela 6, em 1999 havia 23 câmaras de compensação e liquidação nacionais e em 2005 ainda existiam 18 indicando que permanência de uma fragmentação do mercado.

Tabela 6: Câmaras de liquidação e compensação (1994 – 2004)

	Janeiro de 1999	Outubro de 2004
Áustria	OeKB	OeKB
Bélgica	NBB-SSS CIK Euroclear	NBB-SSS Euroclear Bank
Finlândia	APK	APK
França	Sicovam	Euroclear France (anteriormente Sicovam)
Alemanha	Deutsche Borse Clearing (DBC)	Clearstream Frankfurt (anteriormente DBC)
Grécia	BOGS CSD SA	BOGS CSD SA
Irlanda	CBISSO NTMA	NTMA
Itália	Monte Titoli CAT	Monte Titoli
Luxemburgo	Cedel	Clearstream Luxemborg (anteriormente Cedel)
Holanda	Necigef	Euroclear Netherlands (anteriormente Necigef)
Portugal	Interbolsa SITEME	Interbolsa SITEME
Espanha	CADE SCLV Espaclear SCL Bilbao SCL Barcelona SCL Valencia	Iberclear SCL Bilbao SCL Barcelona SCL Valencia

Fonte: Banco Central Europeu (2005)

De acordo com o relatório liderado pelo prof. Giovannini (2001), a estrutura de liquidação e compensação de títulos é resultado de um mercado historicamente fragmentado. Estruturas que acompanharam o desenvolvimento das regulamentações legais e fiscais de cada país. Isso resultou em estruturas de compensação e liquidação bastante eficiente em cada país normalmente integrando sistemas de negociação, liquidação, compensação e custódia. A evolução da infra-estrutura de compensação e liquidação também tem apresentado diferenças significativas nos diversos mercados financeiros. Ainda de acordo com o relatório Giovannini (2001), no segmento de renda fixa, a expansão de emissões de *Eurobonds* desde meados de 1960 resultou na criação de duas câmaras de compensação e liquidação internacionais (ISCD - *international central securities depositaries*) chamados Euroclear Bank e Cedelbank

(agora chamado Clearstream International). Essas câmaras foram criadas especificamente para prover serviços de liquidação para este mercado internacional. Ao longo do tempo, outros produtos começaram a ser liquidados nestes sistemas internacionais. A capacidade destes ISCDs de realizarem liquidações internacionais para o mercado de títulos de dívida está relacionado com uma relativa homogeneização dos títulos de renda fixa. O mercado de ações é mais complexo e heterogêneo, principalmente nos aspectos das iniciativas das empresas em relações as ações (por exemplo: mudanças de política de dividendos, recompra de ações, divisão das ações, novas emissões, etc.). Adicionalmente, outros fatores como diferentes tributações, requerimentos técnicos de cada país, resultam em maior desafio na integração da infra-estrutura de liquidação e compensação internacional no mercado de ações.

Conforme mencionado, existem no mercado basicamente duas câmaras de compensação e liquidação internacionais. O Clearstream International é uma câmara de liquidação e compensação para transações domésticas e internacionais focado no mercado de dívida como indicado anteriormente. A empresa foi formada através da fusão do Cedel International (uma câmara de liquidação e compensação internacional sediada em Luxemburgo) e câmara alemã Deutsche Borse Clearing. A Clearstream opera com 38 moedas diferentes em 33 mercados através de ligações com diversas câmaras de compensação e liquidação locais ou instituições financeiras. Já o Euroclear, que é a segunda câmara de compensação e liquidação de títulos internacional, pertence a 121 acionistas com no máximo 5% de participação individual. O Euroclear opera com 42 moedas e 33 mercados diferentes. De acordo com o relatório Giovannini (2002), a participação dessas duas câmaras internacionais representa uma pequena parte do volume transacionado na união européia.

A fragmentação da infra-estrutura pode também ser observada através dos custos de operação em cada câmara de compensação e liquidação. A Tabela 7 abaixo indica as tarifas para transações locais. Porém quando se trata de transações entre países, o custo é expressivamente maior.

Tabela 7: Exemplos de tarifas em câmaras de liquidação e compensação nacionais (em euros) – 2001

	Renda Variável	Renda Fixa
Dinamarca	0,11 - 2,28	
Alemanha	0,25 - 0,40	0,125 - 5,00
França	0,30 - 1,13	0,30 - 1,13
Itália	0,72	
Reino Unido	0,32 - 0,90	
Suiça	0,26	

Fonte: Giovannini (2001)

O Clearstream estima que o custo incremental para transações de ações *cross-borders* e de aproximadamente €4.3 bilhões ao ano (Clearstream 2002, White Paper, p 15-16). Deste total, 40% estão associados à tradução de regulamentos dos diferentes 15 códigos civis, sistemas tributários. Outros 20% estão associados a custos com outros intermediários como as câmaras de compensação locais, etc. O remanescente 40% estão associados a barreiras de línguas, culturas. No mesmo relatório, o Clearstream indicou que para transações de atacado o custo para operações *cross-border* é 30% maior comparado a operações locais e quando analisado operações de varejo, o custo é 150% maior.

Já o relatório Giovannini (2001) aponta cinco resultados sobre a análise dos custos da infra-estrutura fragmentada: a) dentro do contexto da União Européia, e do ponto de vista de um investidor, transações no mercado de ações entre países são na média de 2 a 6 vezes mais caro que uma operação doméstica. Estudos apontam que o custo de uma operação *cross-border* de ações custa em média €15 a €20 excluindo custos de custódia; b) do ponto de vista de sistemas, uma operação dentro da união européia custa aproximadamente 8 vezes o custo de uma mesma operação nos Estados Unidos; c) o custo adicional para os investidores devido à falta de uma integração do mercado de infra-estrutura de compensação e liquidação é de aproximadamente €2 a €5 bilhões; d) considerando que a estimativa de custos de transação, liquidação e compensação e de aproximadamente €28 bilhões por ano na Europa, a integração poderia resultar em redução média de custo por transação entre 7% a 18%; e) outras reduções de custo na ordem de €700 milhões poderiam ser obtidos através de uma maior consolidação no mercado. Esta redução de custos

poderia trazer benefícios importantes para a economia da região. Ainda, segundo o relatório, a Comissão Europeia estimou que a integração da infra-estrutura poderia gerar ganhos e maior eficiência na liquidez e reduzir custos de capital (conforme o item (d) acima) e isso traduziria em aumento no PIB de aproximadamente €23 - €63 bilhões dentro de um prazo de 10 anos.

Para endereçar as barreiras indicadas por Giovannini, a Comissão Europeia criou três grupos de estudos. O primeiro deles é o CESAME (*Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Group*) que tem o objetivo de assistir a Comissão Europeia na integração dos sistemas de liquidação e compensação em geral e um segundo objetivo de focar na remoção das barreiras nos quais são de responsabilidade única ou conjunta com o setor privado. O CESAME publicou em dezembro de 2008 um relatório sobre a atualização das barreiras de Giovannini. De forma geral foi verificado um progresso bastante expressivo desde a publicação das barreiras em 2001. Efetivamente a barreira 8 foi eliminada completamente. Progressos importantes foram realizados nas barreiras 4 e 7, porém outros problemas foram identificados que resultaram em uma barreira de número 16. Padronização dos sistemas endereçam as barreiras 1 e 3, entretanto a implementação deve ser monitorada atentamente. A barreira 6, que foi considerada menos importante, ainda precisa ser resolvida, porém não se espera grandes dificuldades. Menos progresso foi obtido na remoção de barreiras que dependem do setor público. Porém as barreiras 14 e 5 foram removidas e a implementação da diretiva de mercados financeiros assim como grupos de estudos na parte jurídica e tributária foram implementados para buscar uma solução.

Uma iniciativa privada está chamando atenção para este segmento. Uma *joint-venture* entre 8 câmaras de compensação e liquidação¹² na Europa está prestes a se formar. Todas juntas correspondem a 50% do volume de transações negociadas e pretendem integrar todas as 8 câmaras. Não é o objetivo de criar uma plataforma única, mas sim de conectar todos os sistemas nacionais para um canal comum de comunicação. A empresa argumenta que será possível reduzir o custo de operações *cross-borders* em até 80%.

O setor público também está bastante interessado em encontrar uma solução definitiva para esta fragmentação. O Banco Central Europeu desenvolveu projeto chamado TARGET2 – Securities - T2S que surgiu na sequência da decisão do Conselho de Governadores de 6 de Julho de 2006 de proceder à análise e indagação

¹² Clearstream Frankfurt (Alemanha), CSE (Cyprus), Hellenic Exchanges (Grecia), Iberclear (Espanha), Oesterreichische Kontrollbank (Austria), SIS SegalInterSettle (Suíça), VP Securities Services (Dinamarca), VPS (Noruega).

sobre o acolhimento do mercado a um novo serviço de liquidação de títulos na área do euro.

De acordo com o Banco Central de Portugal, o projeto T2S surgiu com o objetivo de promover uma crescente integração de estruturas de mercado com ganhos de harmonização, eficiência e aproveitamento de sinergias do TARGET2, reunindo numa mesma plataforma a liquidação física e financeira dos títulos em moeda de banco central. O aproveitamento de sinergias permitirá, em princípio, a redução dos custos *post-trading*, e simultaneamente, a redução dos custos da liquidação *cross-border*, aproximando-os dos custos mais baixos praticados em nível doméstico para a liquidação de títulos, promovendo uma crescente integração das infra-estruturas do mercado, com ganhos de eficiência. Um projeto bastante ambicioso em que a execução espera-se para 2013.

4. CONCLUSÃO

Este trabalho descreveu as bases teóricas das áreas monetárias ótimas e as iniciativas governamentais para uma maior integração financeira do bloco do euro. A importância da integração financeira foi demonstrada nos capítulos iniciais e, de acordo com o estudo da London Economics (2002), os benefícios de uma total integração financeira podem gerar um aumento de até 1,1% no PIB da União Européia. Adicionalmente, a integração financeira poderá gerar benefícios significativos para uma diversificação de risco, diminuindo assim o custo de adesão a uma união monetária. Há pouca literatura sobre diversificação de riscos na Europa, porém os estudos encontrados sugerem um nível relativamente baixo e um dos principais motivos deste resultado foi o nível de integração financeira. O terceiro capítulo aborda o estágio da integração financeira na área do euro nos mais diversos segmentos financeiros. As conclusões e perspectivas da integração financeira estão apresentadas a seguir.

O mercado de dívida de curto prazo é caracterizado pelo elevado grau de integração. O mercado sem garantia atinge hoje um estágio de integração quase perfeita logo após a introdução do euro. Já o mercado de dívida de curtíssimo prazo com garantia também tem atingido um nível avançado de integração. O desvio-padrão entre os países para a taxa de juros para empréstimo de um dia sem garantia ficou entre 0.03% e 0.1% desde 1999. Este alto nível de integração foi suportado pela plataforma de pagamentos de atacado. O sistema chamado TARGET vinculou todos os diferentes sistemas de pagamentos de atacado nacionais. Adicionalmente, em maio de 2008 foi lançado o TARGET2 criando a primeira infra-estrutura completamente integrada e harmonizada em nível da União Européia. O TARGET2 introduz uma plataforma comum em que todos os bancos possuem acesso ao mesmo tipo de serviços, funcionalidades, interfaces e estrutura de preços. O TARGET2 substituiu a estrutura descentralizada de sistemas por uma única plataforma compartilhada. O TARGET2 processa diariamente cerca de 400.000 transações de atacado, com média diária de \$2.6 trilhões de euros.

Com a introdução do euro e remoção do risco cambial, retornos dos títulos dos governos federais de longo prazo convergiram em todos os países e foram basicamente impactados por fatores comuns ao bloco (como dever ser em um mercado totalmente integrado), embora a importância de eventos específicos de cada país ainda não desapareceu completamente. Diferenças em liquidez e disponibilidade de derivativos de determinados títulos também podem ser responsáveis por algumas

diferenças de retornos. Ainda assim, as diferenças de retornos em títulos de 2, 5 e 10 anos dos países do euro comparados a uma referência (título federal alemão) encontram-se abaixo de 0.3% ao ano indicando um elevado nível de integração, porém abaixo comparado aos mercados de curto prazo.

Em relação ao mercado de títulos privados, a mensuração de integração é mais complicada em comparação ao mercado de títulos públicos e não é possível realizar uma comparação direta dos retornos. O retorno de um título privado depende de inúmeros fatores como a qualidade de crédito, liquidez, estrutura do fluxo de caixa, liquidez no mercado de derivativos, entre outros. Em um mercado integrado, a proporção da explicação da variância dos retornos explicada por efeitos específicos dos países deve ser próxima a zero. O resultado deste estudo que é utilizado pelo BCE indica que os efeitos específicos dos países representam em média menos de 2% da explicação dos retornos. O BCE também calculou o percentual de títulos de longo prazo emitidos pelos governos ou empresas da área do euro que são mantidos por instituições financeiras em outras regiões da área do euro. O estudo sugere um alto nível de integração dado o aumento do percentual de detenção dos títulos (emitidos dentro do bloco do euro) por outros integrantes do bloco do euro. Este fato sugere que os investidores estão aumentando a diversificação de seus portfólios na zona do euro.

Além do elevado nível de integração dos mercados de títulos públicos e privados, a introdução da moeda comum permitiu um enorme desenvolvimento desses mercados que passaram a ter uma liquidez muito maior sem as barreiras de diferentes moedas e restrições nacionais. As emissões de títulos públicos e privados juntamente aumentaram 70% entre 1999 e 2006.

O nível de integração do mercado de ações tem evoluído consideravelmente nos últimos anos, porém ainda há grandes desafios para uma maior integração principalmente no campo da infra-estrutura de compensação e liquidação. Um indicador de integração neste mercado é a dispersão *cross-sectional*, que é calculado por meio do desvio-padrão dos retornos (países ou setores) em relação ao retorno do bloco, e é inversamente relacionado ao grau de correlação, ou seja, quanto menor a correlação dos retornos, maior será a diferença dos retornos e, portanto, maior dispersão. Quanto mais integrado o mercado, maior os benefícios de uma diversificação setorial comparado a uma diversificação geográfica. Historicamente, a diversificação geográfica prevaleceu até 2001 e com a introdução do euro e mudanças de paradigma dos investidores, a diversificação setorial mostrou-se superior desde

2001 até meados de 2007. A partir deste momento, quando se iniciou a crise financeira nos Estados Unidos, a tendência se reverteu novamente indicando que a diversificação geográfica oferecia melhores benefícios para um portfólio de investimentos. Ainda não há dados estatísticos suficiente para determinar se isso foi um movimento mais permanente ou algo temporário dado a volatilidade dos mercados.

Ainda em relação ao mercado de ações, este estará integrado se os preços forem impactados por fatores comuns à região do euro ao invés de por fatores específicos dos países. Tudo mais constante, quanto maior a explicação por choques locais (euro), maior é a integração do mercado na área do euro, sinalizando que os retornos das bolsas de valores do bloco do euro são impactadas por notícias locais. O estudo do BCE indica que a proporção dos retornos explicados por choques originados na área do euro subiu de aproximadamente 23% antes da introdução da moeda comum para quase 40%.

Também houve uma consolidação bastante grande entre diversas bolsas de valores européias através de inúmeras aquisições e fusões. Esta consolidação suporta teoricamente uma maior integração. No campo de sistemas de negociação, a diretiz da União Européia elimina a regra de concentração e as autoridades nacionais não podem mais direcionar os agentes financeiros a colocar as ordens de compra ou venda de ações através das tradicionais bolsas de valores locais. O sistema de negociação multilateral é definido pela diretiz como um sistema multilateral, gerido por um intermediário financeiro, que permite, dentro do próprio sistema e de acordo com as regras não discricionárias (regras impostas pela diretiz), o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de ações. Tais sistemas estão sendo cada vez mais utilizados e já representam 25% do mercado de ações da bolsa londrina. Esses sistemas multilaterais estão sendo desenvolvidos e aprimorados de modo a permitir o investidor a operar no mercado de ações em diferentes países simultaneamente através de um único sistema de negociação.

Apesar de todas as evoluções mencionadas anteriormente, o mercado de ações é considerado bastante fragmentado pelo fato de se basearem em plataformas de negociação e liquidação/compensação essencialmente locais (apesar da evolução dos sistemas multilaterais) e as legislações tributárias e legais divergentes de acordo com o país. Esses aspectos são fundamentais para explicarem uma fragmentação dado o conceito de integração financeira estabelecido.

O mercado bancário de varejo se apresenta bastante fragmentado tanto sob a ótica da lei de um preço único como da convergência dos retornos dos ativos. A

dispersão de taxa de juros entre os países do euro calculados pelo BCE e os indicadores do relatório Gapgemini deixam evidentes as divergências significativas de estruturas de preços, estratégias de receita. Mesmo sob uma ótica da convergência dos retornos, estudos também apontam para uma fragmentação do mercado. Alguns aspectos importantes contribuem para uma segmentação tais como as diferentes legislações fiscais, diferentes preferências do consumidor e distintas regras e regulamentações sobre produtos. Outro motivo extremamente relevante e freqüentemente mencionado como um dos principais motivos da fragmentação é a infra-estrutura de pagamentos. Espera-se que após a implementação do projeto SEPA, não haverá mais distinção entre pagamentos nacionais e pagamentos para outros países do euro. Deste modo, além de não haver diferenças nos modos de pagamento, espera-se atingir uma padronização e harmonização do funcionamento dos diferentes tipos de produtos bancários. Segundo os dados dos relatórios do Capgemini, a implementação do SEPA deverá causar uma revisão das estratégias dos bancos dado o impacto nas receitas das tarifas bancárias.

As infra-estruturas dos países do euro acompanharam o desenvolvimento das regulamentações legais e fiscais específicos de cada país. Isso resultou em estruturas de compensação e liquidação bastante eficiente normalmente integrando sistemas de negociação, liquidação, compensação e custódia. Diante do reconhecimento da ineficiência e custos associados à fragmentação dos sistemas de liquidação e compensação, a Comissão Européia estabeleceu um grupo de profissionais liderados pelo Prof. Giovannini para identificar as melhorias necessárias para uma consolidação das operações dentro da União Européia. O primeiro relatório do grupo Giovannini (2001) identificou 15 barreiras para uma total integração financeira focados na liquidação e compensação de operações financeiras entre os países da União Européia. De acordo com o relatório, as 15 barreiras podem ser classificadas em três categorias distintas: a) conjunto de requerimentos técnicos (10 barreiras); b) impostos (2 barreiras); c) incertezas de ordem jurídica. De acordo com o relatório, essas barreiras indicam que transações no mercado de ações entre outros países da União Européia são em média de 2 a 6 vezes mais custoso que uma operação doméstica e aproximadamente 8 vezes o custo de uma operação nos Estados Unidos. Considerando custos adicionais de transação, liquidação e compensação, a União Européia poderia economizar cerca de 28 bilhões de euros por ano, o que equivale a uma redução média dos custos de 12.5%. O impacto dessas reduções de custos traduziria em um aumento do PIB da região de aproximadamente 23 a 63 bilhões de euros dentro de 10 anos. As barreiras relacionadas aos requerimentos técnicos têm

apresentado evoluções satisfatórias, porém aquelas barreiras que necessitam de mudanças legislativas ainda apresentam desafios.

Uma iniciativa privada está chamando atenção para o segmento de infraestrutura. Uma *joint-venture* entre 8 câmaras de compensação e liquidação na Europa está prestes a se formar. Todas juntas correspondem a 50% do volume de transações negociadas e pretendem integrar todas as 8 câmaras. Não é o objetivo de criar uma plataforma única, mas sim de conectar todos os sistemas nacionais para um canal comum de comunicação. A empresa argumenta que será possível reduzir o custo de operações *cross-borders* em até 80%. O Banco Central Europeu desenvolveu projeto chamado TARGET2 – Securities (T2S) que irá, da mesma forma que o TARGET2, unificar em uma única plataforma toda liquidação e compensação de títulos da região do euro. Um projeto ambicioso e que deve demorar ainda aproximadamente 4-5 anos para implementação.

Como um resumo geral do estágio de integração financeira na Europa do euro, podemos concluir que avanços significativos e importantes foram realizados desde a introdução da moeda única em 2001. Ao mesmo tempo, não podemos dizer que a Europa do euro está totalmente integrada financeiramente. Ambos os agentes econômicos privados e públicos concordam que a integração financeira é importante para um bom desenvolvimento da economia da região. Inúmeras iniciativas estão sendo tomadas para diminuir as diferenças e promover maior integração. A grande quantidade de países com culturas milenares enraizadas de forma individual fazem com que uma integração financeira completa se torne uma atividade complexa e demorada.

É interessante notar que a recente crise financeira tem afetado negativamente os indicadores de integração financeira de modo geral. A pergunta chave é entender quanto desta disparidade foi gerado pela falta de integração financeira e quanto foi gerado por outros fatores. A reversão da tendência pode estar relacionada ao comportamento dos investidores. Dada a profundidade da crise financeira mundial, é de se esperar que investidores atuem de formas bastante divergentes e, por vezes, não racionais. Ainda é prematuro uma análise da tendência dos indicadores de integração financeira, visto que esta crise é bastante atípica e ainda, possivelmente, não vimos o final dela.

Além dos indicadores de integração financeira, esta crise financeira irá testar de forma mais ampla as bases teóricas das áreas monetárias ótimas. Desde a introdução do euro, as economias mundiais têm crescido de forma importante ao passo que a

economia do euro tem acompanhado de forma mais lenta. O teste fundamental da moeda comum europeia ocorrerá com o desenvolvimento desta crise e iremos verificar se os benefícios de uma moeda comum realmente serão superiores que os custos. Igualmente importante será a análise de como a diversificação de risco e integração financeira ajudaram o bloco do euro a suavizar e harmonizar esta crise financeira mundial.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adjaouté, K. & J.-P. Danthine (2003). European financial integration and equity returns: a theory-based assessment. In: Gaspar, V. et al. "The transformation of the European financial system". ECB, Frankfurt.
- Adam, K.; Jappelli, T.; Menichini, A.M.; Padula, M. & Pagano, M. (2002). "Analyse, compare, and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union". Report to the European Commission.
- Affinito, M. & Farabullini F. (2009). "Does the law of one price hold in Euro-Area retail banking? An empirical analysis of interest rate differentials across The monetary union". International Journal of Central Banking. Disponível em: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb09q1a1.pdf>. Acesso em Fev. 2009.
- Alesina, A. & R. Barro (2000). "Currency Unions". NBER WP 7927, Sept.
- Baca, S.P.; B. Garbe & R.A. Weiss (2000). The rise of sector effects in major equity Markets. Financial Analysts Journal, Sept./Octo., pp. 35-40.
- Asdrubali, Pierfederico; Sorensen, Bent E. e Yosha, Oved. (1996) "Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-90". Quarterly Journal of Economics, November 1996, 111(4), p. 745-75
- Baele, L.; Ferrando, A.; Höhrdahl, P.; Krylova, E. & Monnet, C. (2004). "Measuring financial integration in the euro area". ECB Occasional Paper Series, No 14.
- BID (2002). "Latin American Economic Policies". Washington D.C.
- Bower, U. (2006). "Risk sharing, financial integration, and Mundel II in the enlarged European Union". Disponível em: <http://repositories.cdlib.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1068&context=ies>. Acesso em Março 2007.
- Banco Central Europeu (2007). "The Euro Bonds and Derivatives Markets". Disponível em: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eurobondmarketstudy200706en.pdf> . Acesso em Março 2008

- Banco Central Europeu (2008). "Financial Integration in Europe" Abril de 2008. Disponível em: <http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf> Acesso em Maio 2008
- Bloomberg (2009). "LSE Names Xavier Rolet as New CEO, Replacing Furse". Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=anvb.vHHS1xE> Acesso em Março de 2009
- Capgemini (2005). "World Retail Banking Report". Disponível em: http://www.at.capgemini.com/m/at/tl/World_Retail_Banking_Report_2005.pdf Acesso em Janeiro de 2009
- Capgemini (2008). "World Retail Banking Report". Disponível em: http://www.at.capgemini.com/m/at/tl/World_Retail_Banking_Report_2008.pdf Acesso em Janeiro de 2009
- Cesame Report (2008). "The work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group ("CESAME" group) – Solving the industry Giovannini Barriers to post-trading within the EU". Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/financialmarkets/docs/cesame/cesame_report_en.pdf . Acesso em Janeiro de 2009
- Comissão Europeia (1990). "One market, one money: an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union". European Economy, Brussels, n. 44, Oct. 1990.
- Comissão Europeia (2000). "Financial Integration in Europe – Actions and Prospects". Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/smn/smn24/s24mn16.htm Acesso em Janeiro de 2008
- Comissão Europeia (2004). "Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Clearing and Settlement in the European Union – The Way Forward". Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame_en.htm Acesso em Dezembro de 2007
- Comissão Europeia (2007a). Report on the retail banking sector inquiry. Staff Working Document, SEC (2007) 106.

- Comissão Europeia (2007b). Quarterly Report on the Euro Area, p.19-29.
- Comissão Europeia (2008). "European Financial Integration Report 2007". Brussels, dezembro de 2007. Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/fim/index_en.htm. Acesso em Abril de 2008
- Comissão Europeia (2009). "European Financial Integration Report 2008". Brussels, Janeiro de 2009. Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/fim/index_en.htm . Acesso em Janeiro de 2009
- Darvas, Zsolt e Szapary, Gyorgy (2004), "Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU: Comovements in the New and Old Members", Magyar Nemzeti Bank Working Paper No. 2004-1. <http://ssrn.com/abstract=508564>. Acesso em Outubro de 2008
- De Grauwe, P. (2004), "Economics of Monetary Union", Oxford University Press, Fifth Edition
- De Grauwe, P. & P. Mongelli (2004). Endogeneities of Optimal Currency Areas. Disponível em: http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Work_in_progress_Presentations/OCA_Endogeneities-Thygesen-Festschrift-revised1.pdf . Acesso em Outubro de 2007
- De Grauwe 2006. What Have We Learned about Monetary Integration Since the Maastricht Treaty? Jan. 2006. University of Leuven. Disponível em: <http://www.unimc.it/sviluppoeconomico/wpaper/wpaper00003/filePaper> . Acesso em Novembro de 2007
- Devereux M. & Ching S. (2000). "Mundell revisited: a simple approach to the cost and benefits of a single currency area". Hong Kong Institute for Monetary Research – Working Papers number 092000. Disponível em: http://www.hkimr.org/cms/upload/publication_app/pub_full_0_2_65_WP9.pdf Acesso em Novembro de 2007
- Devereux M. & Ching S. (2000). "Risk sharing and the theory of optimal currency areas: a re-examination of Mundel 1973". Hong Kong Institute for Monetary Research – Working Papers number 082000. Disponível em:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1009489 . Acesso em Dezembro de 2007

Emerson, M.; Gross, D.; Italianer, A.; Pisani-Ferry, J. & Reichenbach, H. (1992). One market, one money – an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union.

European Capital Markets Institute. Disponível em: <http://www.eurocapitalmarkets.org/?q=node/184> Acesso em Janeiro de 2009

Fernández-Arias, Eduardo; Ugo Panizza & Ernesto Stein. (2004). “Trade Agreements, Exchange Rate Disagreements”. Association de Économétrie Appliquée. Disponível em: <http://www.aea.fed-eco.org>. Acesso em Dezembro de 2007

Fonteyne (2006). Towards a Single Financial Market. Disponível em: www.imfbookstore.org/promo/eurfinmks_chap1.pdf . Acesso em Maio de 2008

Freixas X. & Holthausen C. (2008). “Interbank Market Integration under Asymmetric Information”. Disponível em: <http://rfs.oxfordjournals.org/cgi/content/abstract/hhi001v1> . Acesso em Novembro de 2008

Giovannini Group (2001). “Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union”. European Commission, Brussels, discussion paper.

Giovannini Group (2003). “Second report on EU clearing and settlement arrangements”. European Commission, Brussels, discussion paper.

Janiak A. & Wasmer E. (2008). “Mobility in Europe: Why it is low, the bottlenecks, and the policy solutions”. European Commission. Economic Papers 340. Disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13173_en.pdf . Acesso em Dezembro de 2008

Gropp, R. & Kashyap, A. (2009). “A new metric for Banking Integration in Europe”. NBER Working Paper series 14735. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w14735> . Acesso em Março de 2009

- Hartmann, P.; Maddaloni, A. & Manganelli, S. (2003). "The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives". Oxford Review of Economic Policy, Vol. 19 No.1, pp.180-213.
- Hawkins e Masson (2003). "Regional currency areas and the use of foreign currencies". BIS paper nº 17, mai de 2003. (São dois autores??? Se forem, falta nome ou sobrenome.
- Ingram, J (1973). "The case for the European Monetary Integration". Princeton University. Essays in International Finance, nº 98.
- Imbs, J. (2003). "Trade, Finance, Specialization, and Synchronization". IMF Working Paper WP/03/81. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2003/global/pdf/imbs.pdf> . Acesso em Outubro de 2007
- Imbs, J. (2004). "The real effects of financial integration". CEPR Discussion Paper No. 4335. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2003/global/pdf/imbs.pdf> . Acesso em Outubro de 2007
- Inzinger, D. & Haiss, P. (2006) "Integration of european stock markets: a review and extension of quantity-based measures". El Working Papers / Europa Institut, Nr. 74, Nov. 2006. Disponível em: http://epub.wu-wien.ac.at/dyn/virlib/wp/mediate/epub-wu-01_ae1.pdf?ID=epub-wu-01_ae1 . Acesso em Novembro de 2007
- Kalemli-Ozcan S., Sorensen, B., Yosha, O., (2001), "Regional integration, industrial specialization and the asymmetry of shocks across regions" Journal of International Economics, 55, p. 107-37
- Kalemli-Ozcan S., Sorensen, B., Yosha, O., (2003), "Risk sharing and industrial specialization: regional and international evidence" American Economic Review, 93, p. 903-916 : <http://www.jstor.org/pss/3132123>
- Kalemli-Ozcan S., Sorensen, B., Yosha, O., (2004), "Asymmetric shocks and risk sharing in a monetary union: updated evidence and policy implications for Europe," CEPR Discussion Paper No. 4463
- Kenen, P. (2002). "What we can learn from the theory of optimum currency

- areas". In: Submissions on EMU from Leading Academics, HM Treasury, dez. de 2002.
- Kenen, P. (1969). "The theory of optimum currency areas: an eclectic view". In: Mundell e Swoboda. Monetary Problems of the International Evidence. Discussion Paper 2295. Londres: Centre for Economic Policy Research.
- Kilka, M. & M. Weber (2000). "Home bias in international stock return expectations". Journal of Psychology and Financial Markets, 1, p. 176-192.
- Koehler, M. (2007). "Merger control as barrier to EU banking market integration". ZEW Discussion Paper No. 07-082. Disponível em: <http://opus.zbw-kiel.de/volltexte/2008/7006/pdf/dp07082.pdf> . Acesso em Outubro de 2008
- Kohler, M. (2009). "Transparency of regulation and cross-border bank mergers". International Journal of Central Banking. Disponível em: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb09q1a2.pdf> . Acesso em Fevereiro de 2009
- Krugman, P. (1993). Lessons of Massachusetts for EMU. In F. Torres e F. Giavazzi (Eds), Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge, UK: Cambridge University Press, 241-69
- London Economics in association with Price Water House Coopers and Oxford Economic Forecasting. Nov. 2002. "Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets". Sumário executivo disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/studies/summary-londonecon_en.pdf
- McKinnon, R. (1963). "Optimum currency areas". American Economic Review, Set. de 1963, pp. 717-725.
- McKinnon, R. (2000). "Mundell, the Euro, and Optimum Currency Areas". Mimeo, maio de 2000. Disponível em: <http://time.dufe.edu.cn/wencong/stanford/swp00009.pdf>
- McKinnon, R. (2001). "Optimum currency areas and the European experience". Stanford University. Disponível em: <http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/optimumreueur.pdf> . Acesso em Abril de 2008

- McKinnon, R. (2004). "Optimum currency areas and key currencies: Mundel I versus Mundell II". *Journal of Common Market Studies*, Vol. 42, No. 4, pp. 689-715, Nov. 2004.
- Melitz, J. & Zumer Frederic (1999). "Interregional and international risk sharing and lessons for EMU". CEPR Discussion paper 2154.
- Melitz, J. (2001). "Geography, trade and currency union". CEPR Discussion Paper 2987.
- Minford, P. (2002), "Should Britain Join the Euro? The Chancellor's Five Tests Examined", IEA (Institute of Economic Affairs) Occasional Paper 126 – London
- Mongelli, Francesco P (2002). "New views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?". Working paper no 138. Working paper series number 138. European Central Bank, April, 2002.
- Mundell, R. (1961). "A theory of optimum currency areas". In: *American Economic Review*, set. de 1961.
- Mundell, R. (1997). "Updating the agenda for monetary reform". Disponível em: <http://www.robertmundell.net/pdf/Updating%20the%20Agenda%20for%20Monetary%20Reform.pdf> . Acesso em Abril de 2008
- Mundell, R. (1973). "Uncommon arguments for common currencies". In: H.G. Johnson & A.K. Swoboda. *The Economics of Common Currencies*. Allen e Unwin, 1973. pp. 114-32.
- Mundell, R. (1973). "A plan for a European currency". In: H.G. Johnson & A.K. Swoboda. *The Economics of Common Currencies*. Allen e Unwin, 1973. pp. 143-72.
- Mundell, R.A. (2000). "A talk with a father of the euro". Interview with Mundell in *Business Week* (Nov. 13th 2000).
- Pagano, M. & E.-L.V. Thadden (2004). "The european bond markets under EMU". *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (4), 531-554.

- Pagano, M. & Jappelli, T. (2008). "Financial Market Integration Under EMU". University of Naples Federico II, CSEF e CEPR. Disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12323_en.pdf . Acesso em Agosto de 2008
- Rose, A. (2000), One Money, One Market: The Effect of Common Currencies in Trade, Economic Policy, April, <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/Grav.pdf>
- Rose, A. e E. van Wincoop (2001), National Money as a Barrier to Trade: The Real Case for Currency Union, American Economic Review, 91:2, May, p.386-390
- Rose, A (2002). "The effect of common currencies on international trade: where do we stand?". Monetary Authority of Singapore Occasional paper, nº 22, Ago.
- Rose, A & Charles Engel (2002). "Currency unions and international integration". Journal of Money, Credit and Banking, vol 34, nº 4, Nov., pp. 1067-89.
- Rose, A & Frankel J. (1996). "The endogeneity of the optimum currency area criteria". NBER Working Paper 5700. Disponível em: <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/ocaej.pdf> . Acesso em Outubro de 2007
- Rose, A & Frankel J. (1997). "Is EMU more justifiable ex post than ex ante". European Economics Review, 41. p. 753-760.
- Schiavo, S. (2005). "Financial Integration, GDP Correlation and the Endogeneity of Optimum Currency Areas". Disponível em: <http://dse.univr.it/RePEc/ver/Wpaper/WP25.pdf> . Acesso em Dezembro de 2007
- Sorensen, Bent E & Yosha, Oved. (1999). "Risk sharing and industrial specialization: regional and international evidence". CEPR Discussion Papers 2295, C.E.P.R. Discussion Papers.
- Schmiedel H. & Schonenberger A. (2005). "Integration of securities market infrastructures in the Euro area". European Central Bank – Occasional Paper Series no 33.

- Schoenmaker, D.; Oosterloo, S. & Haan J. (2009). "European financial markets and institutions". Cambridge University Press.
- Sorensen, B. & Yosha, O. (1999). "Is risk sharing in the United States. A regional phenomenon?". Disponível em: <http://www.kc.frb.org/publicat/econrev/PDF/2q00sore.pdf> . Acesso em Novembro de 2007
- Sorensen, B.; Yosha, O. & Kalemli-Ozcan S. (2004). "Asymmetric shocks and risk sharing in a Monetary Union: updated evidence and policy implications for Europe". CEPR Discussion Paper No. 4463.
- Strong NC & Xu X. (2003). Understanding the equity home bias: evidence from survey data. Review of Economics and Statistics, 85, p. 307-312.
- Tenreyro S.; Barro R. & Alesina A. (2002). "Optimum currency areas". NBER Working Paper No. W9072. Disponível em: <http://www.economics.harvard.edu/pub/hier/2002/HIER1958.pdf> . Acesso em Dezembro de 2007
- Tenreyro S.; Barro R. & Alesina A. (2003). "Economic effects of currency unions". NBER working paper, nº 9435, Jan. 2003
- Uniao Europeia. História da União Européia. Disponível em: http://europa.eu/abc/history/1945-1959/index_pt.htm Acesso em Abril de 2008