

AULA 6 – LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA: PRIMÓRDIOS, EVOLUÇÃO

Abril 2023

Prof. Maria Antonieta Del Tedesco Lins
IRI-USP

Liberalização financeira

2

- ▶ Década de 1970: países emergentes contraíram empréstimos
- ▶ Início dos anos de 1980: crises econômicas resultaram em afastamento destes países dos mercados financeiros mundiais
- ▶ Década de 1990:
 - ▶ Reformas estruturais e abertura econômica ⇨ retorno dos capitais dos países desenvolvidos aos países emergentes
 - ▶ Ocorrência de crises financeiras

O debate acerca da liberalização financeira

- Liberalização: eliminação dos controles sobre as taxas nominais de juros e de câmbio, bem como das barreiras legais à livre composição de *portfolios* pelos poupadores e instituições financeiras.
 - Duas frentes: doméstica e externa
- Política de liberalização financeira das décadas de 1980 e 1990: inspiradas nas contribuições de Shaw (1973) e McKinnon (1973) sobre a repressão financeira
- Políticas de desenvolvimento com forte presença estatal teriam gerado a repressão financeira

Conceito de repressão financeira

- Shaw (1973) e McKinnon (1973): países em desenvolvimento com “repressão financeira” (intervenção do Estado sobre o nível e estrutura dos juros e políticas de crédito seletivo e dirigido para canalizar recursos financeiros a baixo custo aos setores considerados estratégicos) ⇒ perverso ao desenvolvimento econômico, pois juros abaixo do equilíbrio ou negativos ⇒ desincentiva a formação de poupança e em consequência o financiamento dos investimentos ⇒ proposta de liberalização financeira.

Liberalização financeira

5

- Argumentos de Shaw (1973) e McKinnon (1973) para liberalização financeira para estimular a taxa de poupança, em consequência, do investimento e crescimento econômico
 - grande impacto no meio acadêmico
 - influenciaram a atuação do Fundo Monetário Internacional nos seus programas de ajuste ⇒ liberalização financeira como um elemento central, com abertura da conta capital

Liberalização financeira

- Anos de 1980: hegemonia teórica e política do modelo Shaw-McKinnon (1973) ⇒ amplos programas de reforma financeira em diversos países, entretanto seguidos de crises financeiras em alguns casos.
- Revisão do modelo, com maior abrangência: incorpora medidas de ajuste macroeconômico e reestruturação do mercado bancário ⇒ programas de ajuste, entretanto seguidos de crises financeiras.

Desdobramentos das políticas de liberalização financeira

7

- Expansão do crédito bancário e direto para o setor privado
- Expansão da atividade econômica dos setores “crédito-dependentes” (bens de capital e bens de consumo durável)
- Aumento do grau de endividamento interno e externo de todos os agentes econômicos

Definição de globalização financeira

Schmukler (2010)

8

- Integração do sistema financeiro de um país com mercados financeiros internacionais e suas instituições
- Esta integração resulta de políticas de liberalização do sistema financeiro doméstico e abertura da conta de capital e financeira do balanço de pagamentos
- Processo de integração financeira ocorre pela ampliação dos fluxos de capitais entre países
- Amplitude e profundidade do processo se intensificaram a partir dos anos 1990

Interesses das instituições financeiras

- Diversos e relevantes na análise
- Distinção entre inflows e outflows
- IF domésticas se beneficiam pelo aumento do fluxo de recursos e, assim, as maiores possibilidades de alocação de capital no mercado e alternativas para o gerenciamento de ativos
- Possibilidades de arbitragem
- Internacionalização de operações de clientes das IF
- Mudam as preferências das IF e a capacidade de controle do governo

Padrão de respostas nas crises

10

- ❑ Ideia imediata: na crise a tendência seria fechar para evitar fuga de capitais
- ❑ Observação empírica não confirma isto. Muitas vezes, volta-se a abrir rapidamente.
- ❑ Detentores de ativos em moeda estrangeira têm seu poder político ampliado

Custos e benefícios da LF

11

- Vídeo: Integração financeira, Gian Maria Milesi-Ferretti, economista do FMI
 - ▣ <https://www.youtube.com/watch?v=CIFBbxIzax4&nohtml5=False>

- Prof. Helène Rey – London Business School
 - ▣ <https://www.youtube.com/watch?v=OWmFf5G3yZk>

Uma avaliação

Prasad, Eswar S. and Rajan, R. G. (2008) A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization. *Journal of Economic Perspectives* Vol. 22 N. 3, 149-172

Prasad-Rajan: Avaliação

13

- Paper trata da liberalização tendo em conta o processo todo dos anos 1990
- Um dos argumentos centrais a favor da liberalização era o de que levaria investimento e maior crescimento a países de renda mais baixa (diagnóstico: baixa tx poupança)
- Muitos estudos empíricos não mostram isto para os países menos desenvolvidos. Por que?
 - ▣ Necessidade de um mínimo de desenvolvimento institucional?
 - ▣ Baixos retornos sobre as oportunidades de invest.
 - ▣ Ausência de instituições que protejam direitos investidor
 - ▣ Sistemas financeiros não desenvolvidos

Prasad-Rajan: Avaliação

14

- Por que estudos empíricos não mostram fluxos para países menos desenvolvidos?
 - Capitais estrangeiros usados para financiar consumo e efeitos sobre apreciação da moeda
 - Contra-exemplos: China e Índia, fechados e com auge de investimentos. Melhora nas instituições? Poupança interna?
- Liberalização teve efeito na construção de instituições. (ef. colateral)
- Disciplina macroeconômica originada pela abertura

Um patamar a partir do qual os benefícios apareceriam?

15

- Nível de desenvolvimento institucional
- Características macro que limitariam os riscos
- Profundidade do sistema financeiro

- Então, o que seria uma boa política? Esperar até que o desenvolvimento institucional esteja completo ou abrir antes para acelerar este movimento?
- Abordagem pragmática seria: em períodos em que o risco associado com a liberalização é mais baixo, abrir, de forma que as instituições possam se beneficiar, desenvolver-se e se fortalecer.

Quando se deve liberalizar

16

- Acumulação de reservas (proteção contra ataques especulativos)
- Mudanças na composição dos passivos externos, qualidade dos passivos (menos dívida e melhor composição; mais IDE)
- De regimes de câmbio fixo para MI
- Abertura comercial

Abordagem pragmática

17

- Abordagem gradual e oportunista de abertura, tendo em conta circunstâncias do país
- Uma abordagem pragmática deve levar em conta 4 pontos:
 1. Nem todos os países estão prontos para liberalizar. Quanto mais desenvolvido, mais preparado está o país.
 2. Liberalizar os fluxos de capital e fortalecer as instituições funciona quando a economia do país vai bem e a economia mundial também. Mas existem custos (apreciação da moeda, limites para esterilização)
 3. Ao invés de usar a intervenção direta do BC e a acumulação ainda maior de reservas, uma abordagem pragmática seria estimular a diversificação do portfólio pelos residentes do país (encorajar saída de capital)
 4. Assim, nos primeiros momentos da liberalização, é melhor se os capitais privados puderem ser controlados facilmente

Avaliação de benefícios e custos, passada a liberalização, com base em estudos empíricos

18

Benefícios

- Países emergentes acumularam reservas internacionais em níveis superiores ao 'necessário' → reduz chance de ataques especulativos e crises
- Criação de fundos soberanos

Custos e problemas

- Problema da esterilização destas reservas. Custo da dívida pública usada
- Mas os governos são os mais indicados para administrar estes fundos?
- Dificuldade de gerenciar a taxa de câmbio em um contexto de apreciação da moeda (mesmo contida), que geraria expectativa de mais apreciação
- Baixa capacidade dos países de conter volatilidade dos fluxos

Evidências macroeconômicas da abertura financeira

Vasta literatura sobre os efeitos da liberalização financeira sobre os países.

Exercício empírico interessante

Aizenman et al. (2010)

20

- Proposta de investigar de que forma os países lidaram com as restrições da trindade impossível (trilema), por grupos de países segundo grau de desenvolvimento e desde anos 1970
- Interesse em países emergentes
 - Países emergentes caminharam para maior flexibilidade na política cambial, maior integração financeira e menor autonomia monetária
 - Ao mesmo tempo, ampliaram muito seus níveis de reservas internacionais
- Maior liberalização = maior fragilidade??

Exercício empírico interessante

Aizenman et al. (2010)

21

- Algumas observações importantes
- Reservas internacionais detidas por emergentes cresceram muito desde a crise asiática
- Uma das razões seria estabilizar a taxa de câmbio por meio das reservas
- A crise atual mostrou os perigos do desenvolvimento financeiro. Grau de desenvolvimento financeiro é ponto de partida para definição das outras opções de políticas
- Mais capitais exige que a política tenha em conta direção, tipo, volume dos fluxos de capital que vão mudando no tempo

Exercício empírico interessante

Aizenman et al. (2010)

22

- Variáveis
 - ▣ Independência monetária (MI)
 - ▣ Estabilidade da taxa de câmbio
 - ▣ Abertura financeira
- Escolhas de política mudam em função do estoque de reservas internacionais

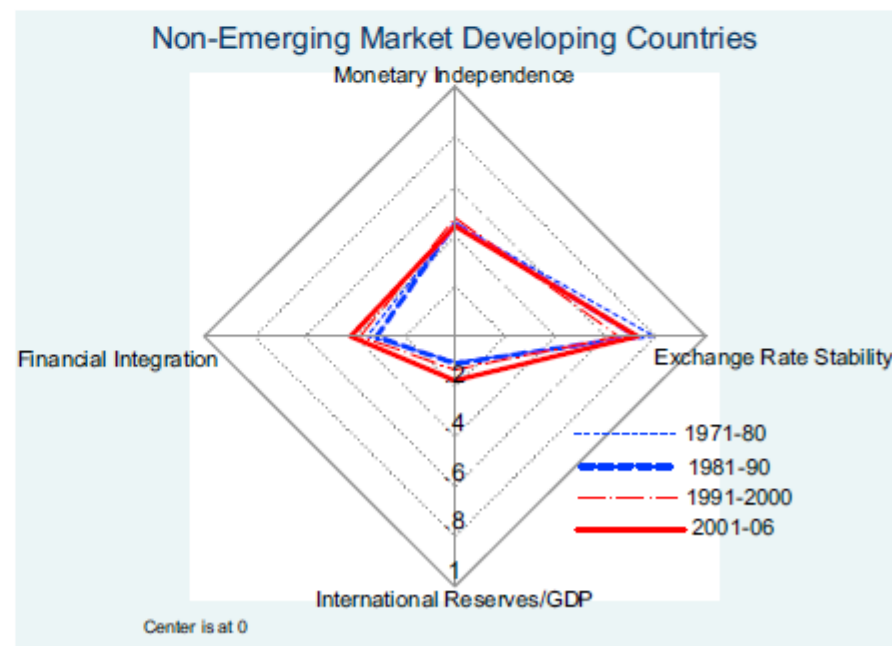
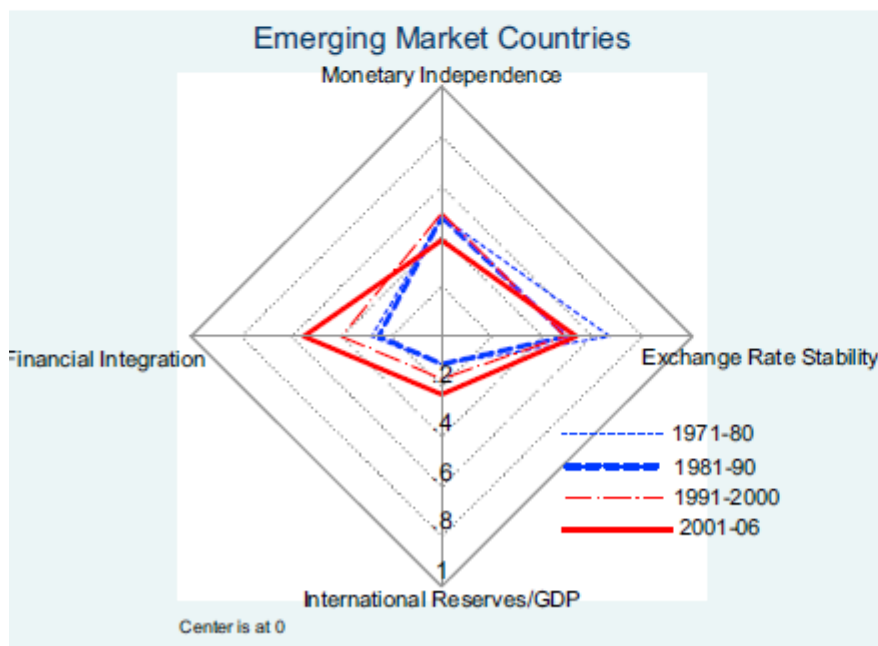
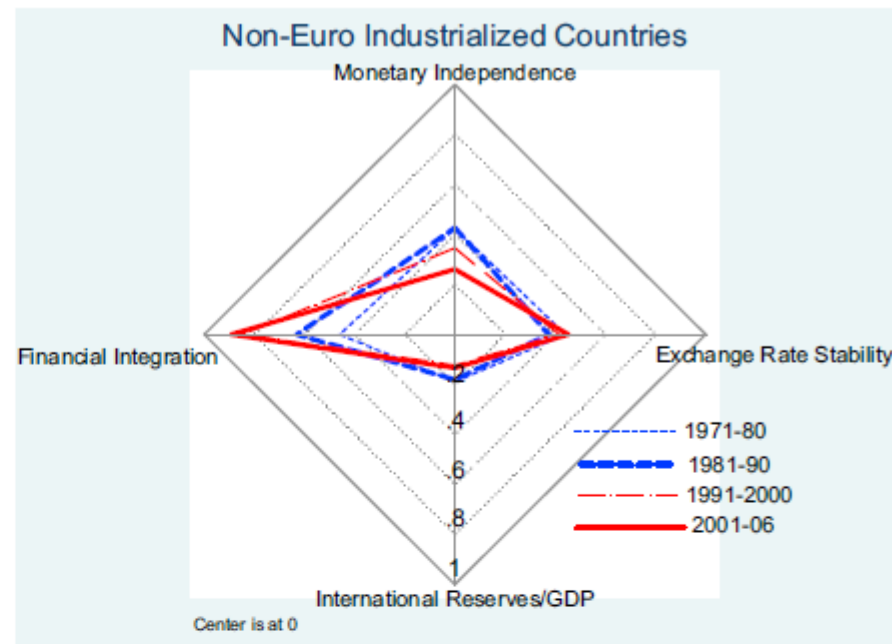
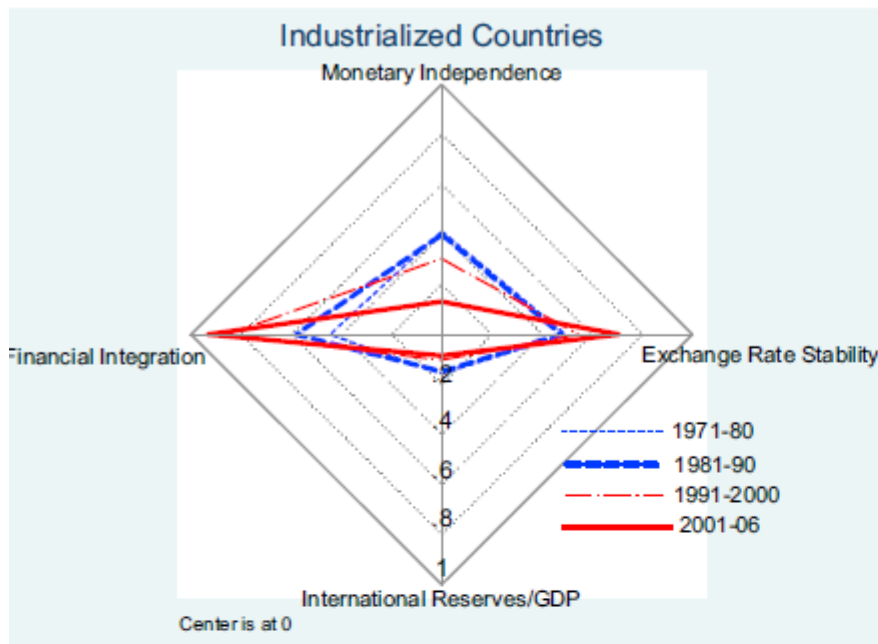
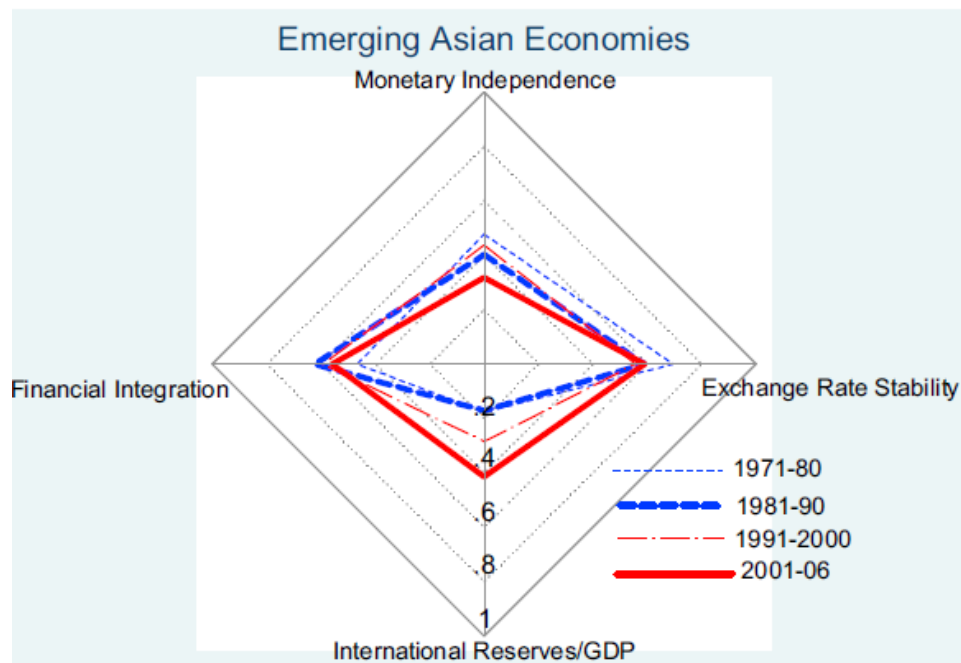
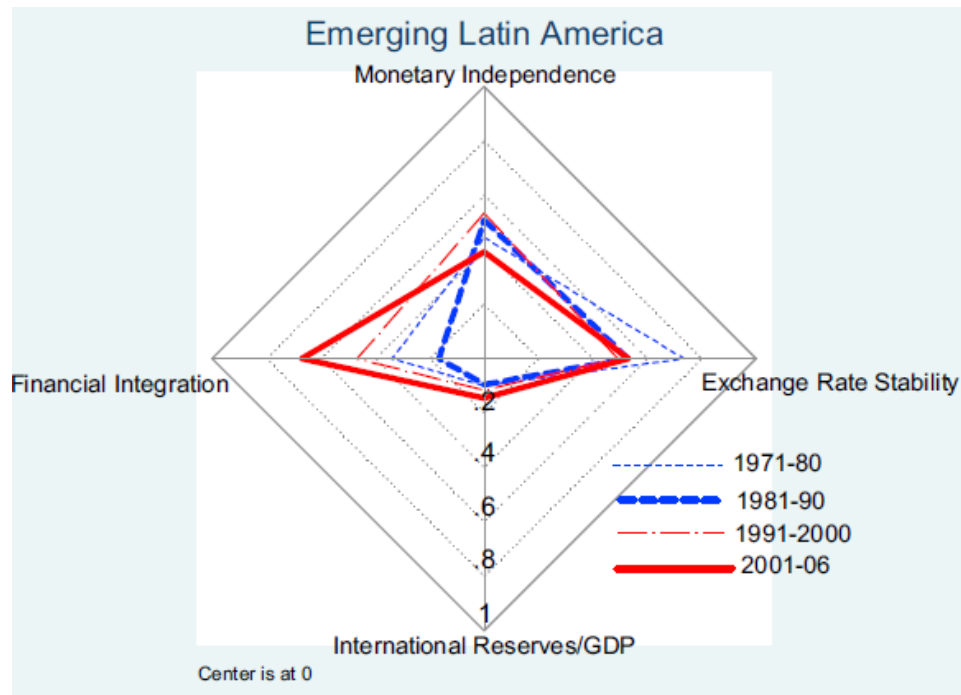
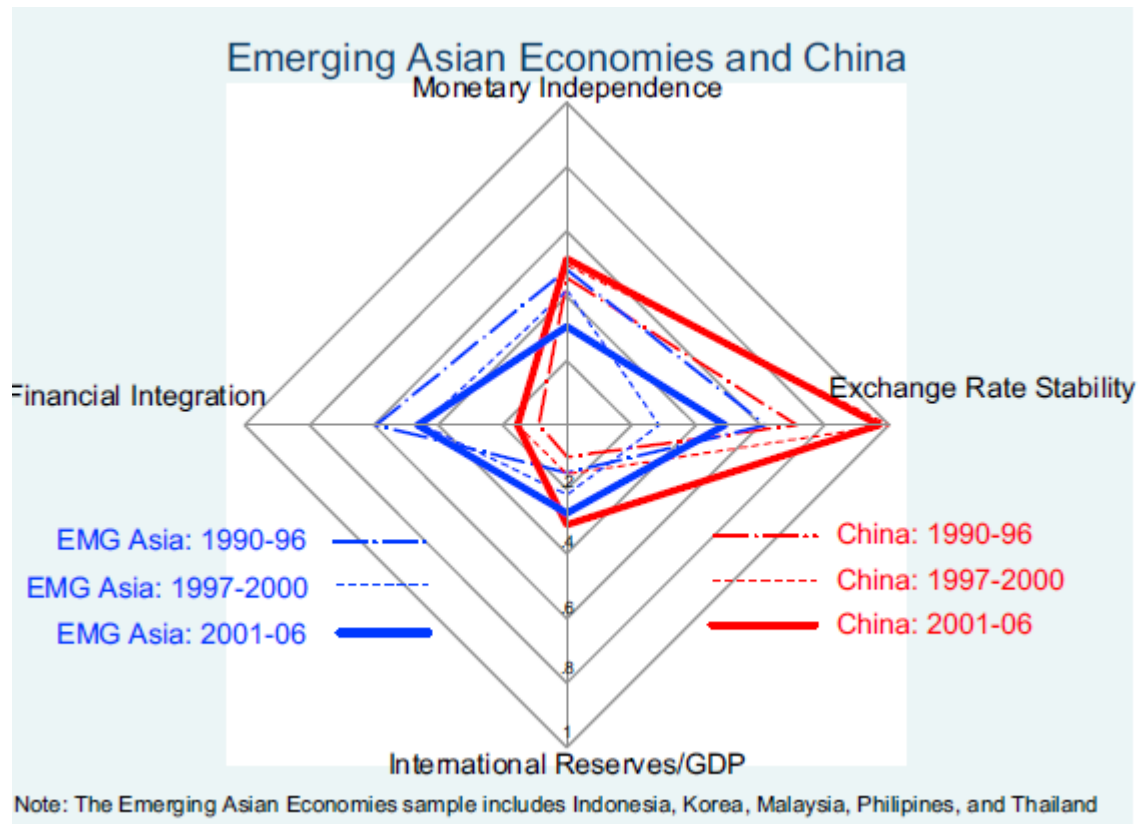


Fig. 1. The trilemma and international reserves configurations over time.



Note: This sample includes Taiwan, HK, Indonesia, Korea, Malaysia, Philipines, Singapore, Thailand, China



Exercício empírico interessante

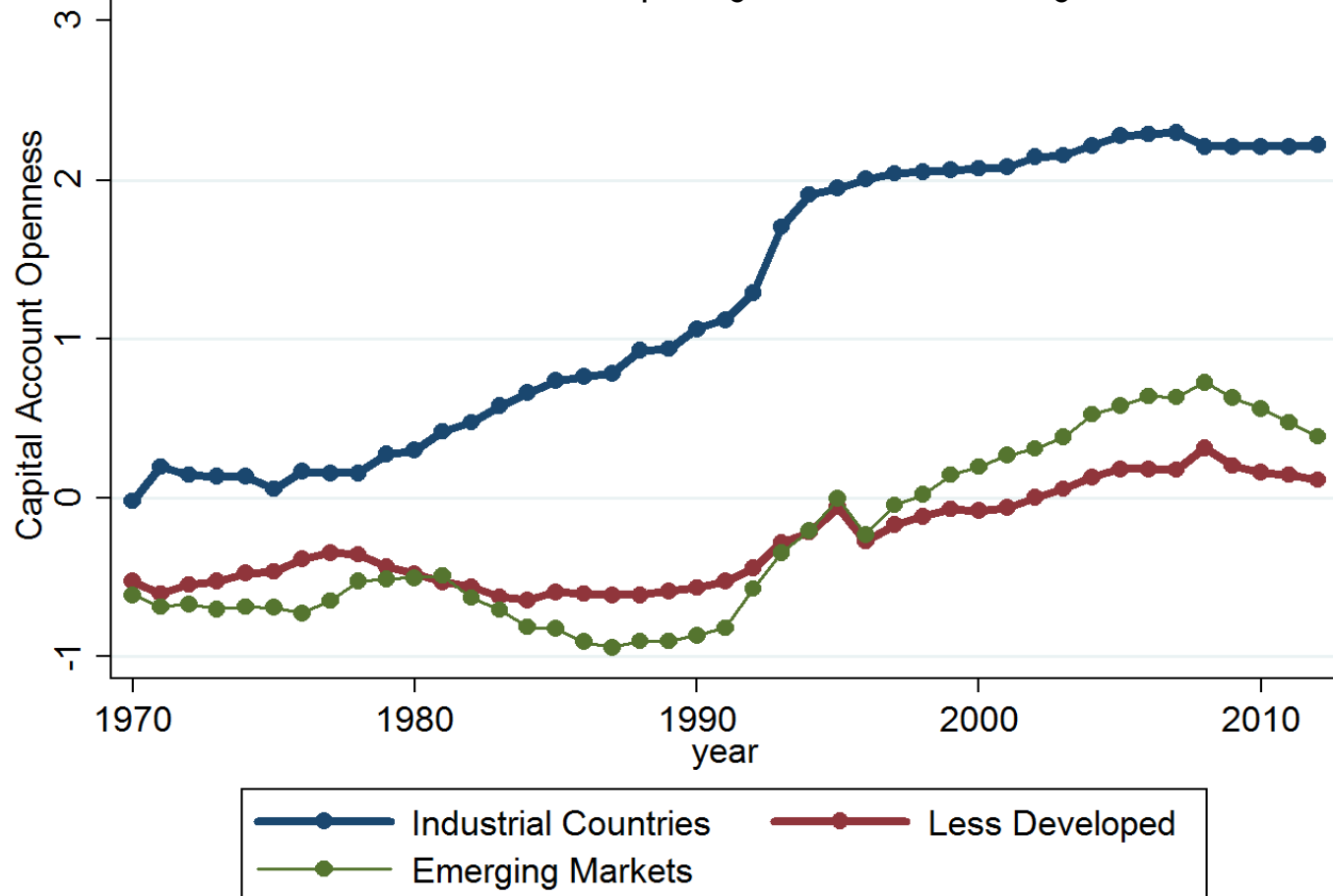
Aizenman et al. (2010)

26

- Alguns dos resultados encontrados
 - Quanto mais elevado o nível de renda do país (em comparação com os EUA), menor é a volatilidade do produto
 - Aumento nas taxas de juros norte-americanas aumentaram a volatilidade do produto nos PED
 - Países com política fiscais procíclicas tendem a ter mais volatilidade. O mesmo vale para exportadores de petróleo
 - Países com mercados financeiros mais desenvolvidos tendem a ter menor volatilidade
 - Maior MI, menor volatilidade
 - Países com maior MI tendem a ter mais inflação
 - Estabilidade da taxa de câmbio associada com inflação mais baixa
 - Crise mostrou que o desenvolvimento financeiro tem implicações positivas e negativas
 - Estimula crescimento via crédito e diminui assimetrias de informação
 - Expõe economia a instrumentos financeiros de maior risco. > Choques reais e bolhas

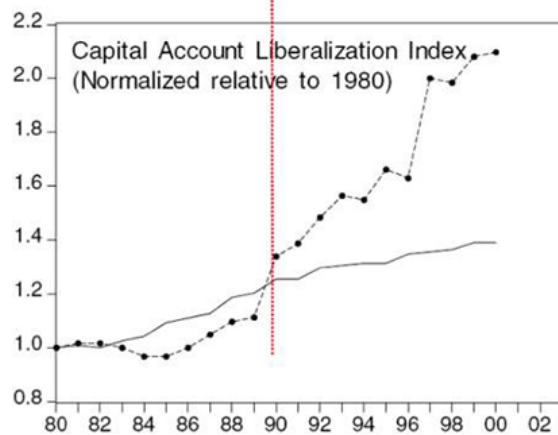
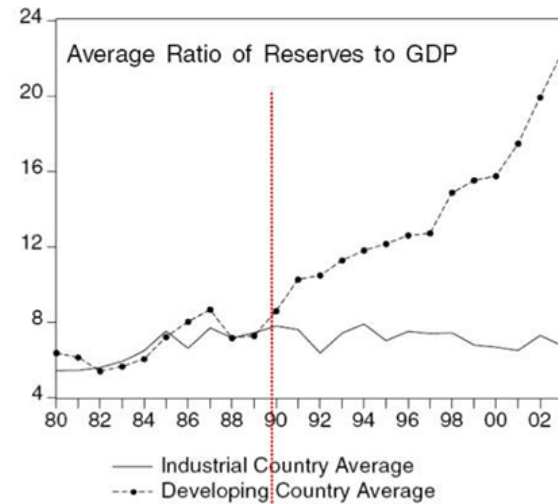
Uma medida de liberalização ao longo do tempo

Evolution of KAOPEN for Different Income Groups. Higher values indicate greater financial openness.



Abertura da conta financeira e acumulação de reservas

28



Fonte: Aizenman J. (2019) International Reserves, Exchange Rates, and Monetary Policy: From the Trilemma to the Quadrilemma

A política macro e a liberalização

Modelos que estudam os efeitos de curto prazo de políticas macroeconômicas sob diferentes regimes cambiais tiveram extrema importância no debate teórico e de política entre os estados.

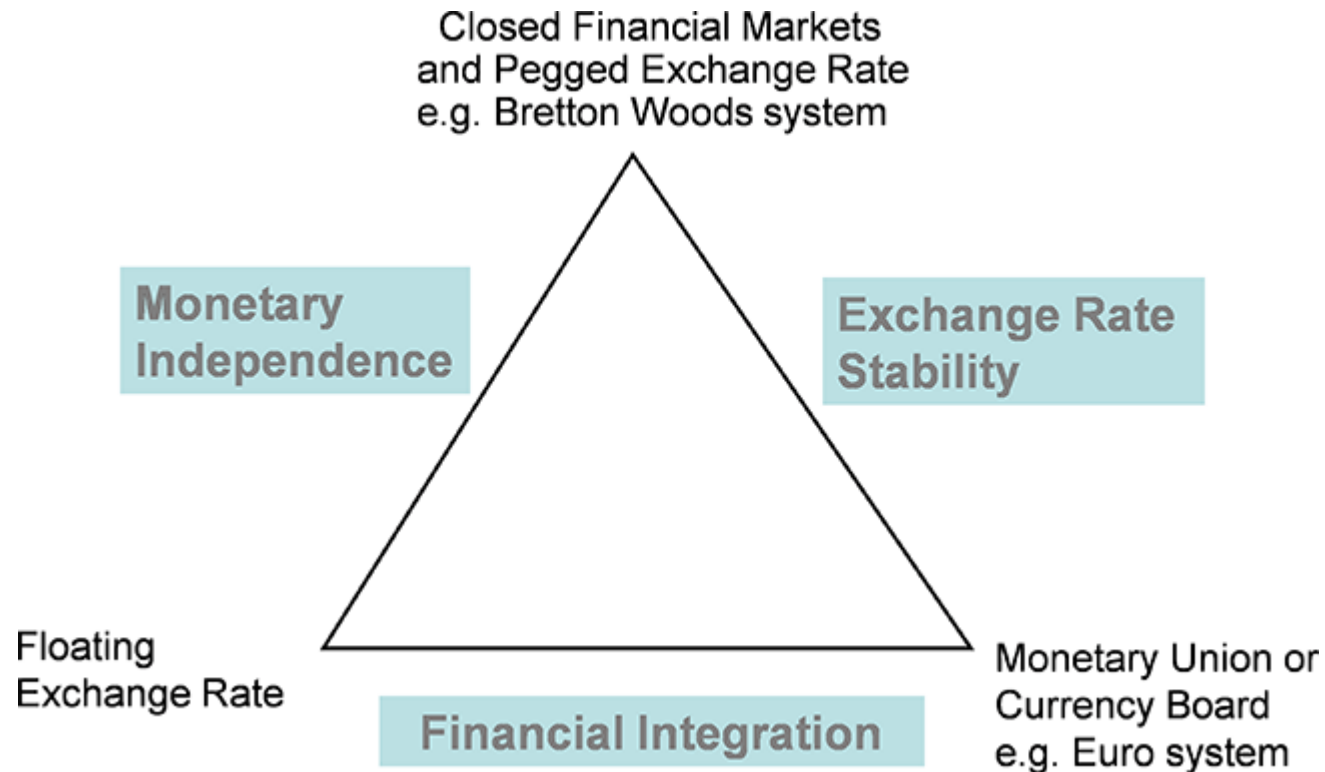
Lembrando aqui o modelo Mundell-Fleming, a partir do qual já é possível levantar as questões centrais acerca de custos e ganhos da liberalização.

Política econômica e regimes cambiais

- O modelo Mundell-Fleming permite estudar os efeitos das políticas monetária e fiscal sobre o produto e os juros, segundo os diferentes regimes cambiais e diferentes graus de mobilidade de capitais.
- De acordo com a escolha do regime cambial, o governo de um país deverá moldar sua política monetária e vice-versa.
- O estoque de reservas internacionais e a política de gerenciamento das contas externas dependem, evidentemente, das escolhas de política cambial adotadas por um país. Os efeitos das políticas monetária e fiscal serão bastante distintos também de acordo com a política cambial.

○ famoso trilema (trindade impossível) decorrente do modelo

31



A discussão do desenho da política econômica

32

- Qual seria o regime cambial mais apropriado para esses países em desenvolvimento?
 - Vulnerabilidade em câmbio fixo e *fear of floating*
 - Controles de capitais
 - Acumulação de reservas internacionais

Referências adicionais

- Aizenman, Joshua , Menzie D Chinn and Hiro Ito. (2010) The emerging global financial architecture: Tracing and evaluating new patterns of the trilemma configuration. *Journal of International Money and Finance* 29 (2010) 615–641.
- Aizenman, J. International Reserves, Exchange Rates, and Monetary Policy: From the Trilemma to the Quadrilemma. *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*. Retrieved 3 May. 2022, from <https://oxfordre.com/economics/view/10.1093/acrefore/9780190625979.001.0001/acrefore-9780190625979-e-313>
- Schumkler, Sergio L. (2010) *Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries*, Cap 18 de Frieden, Jeffrey A. e David A. Lake *International political economy: perspectives on global power and wealth*. 5th edition, W.W. Norton and Company
- Schmukler, Sergio L. (2008) The Benefits and Risks of Financial Globalization, Chap. 2 in Ocampo, J.A. and Joseph Stiglitz *Capital Market Liberalization and Development*. Oxford University Press, p. 48-75.
- Shaw, Edward (1973) *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press
- Prasad, Eswar S. and Rajan, R. G. (2008) A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization. *Journal of Economic Perspectives* Vol. 22 N. 3, 149-172