

# 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

- ❑ 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

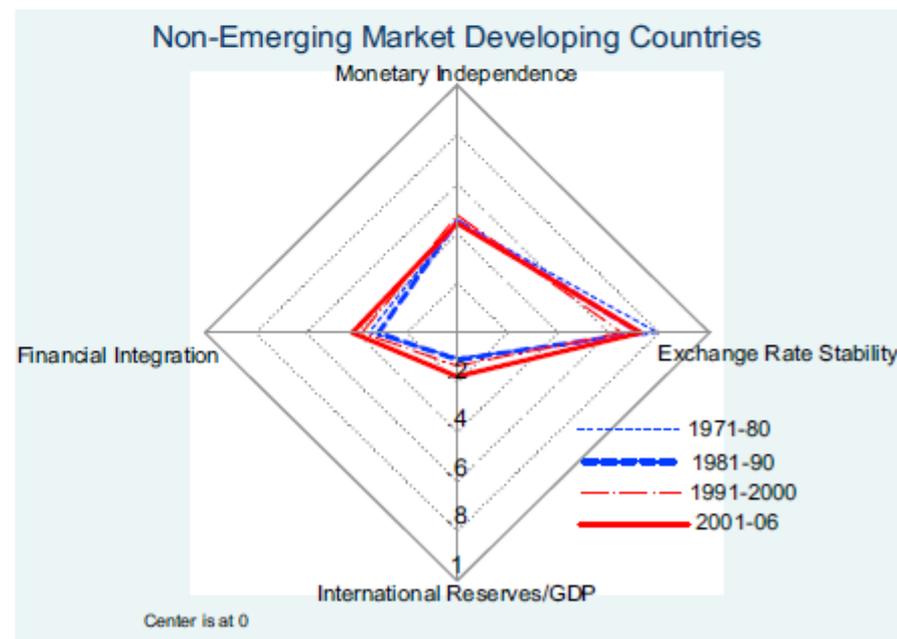
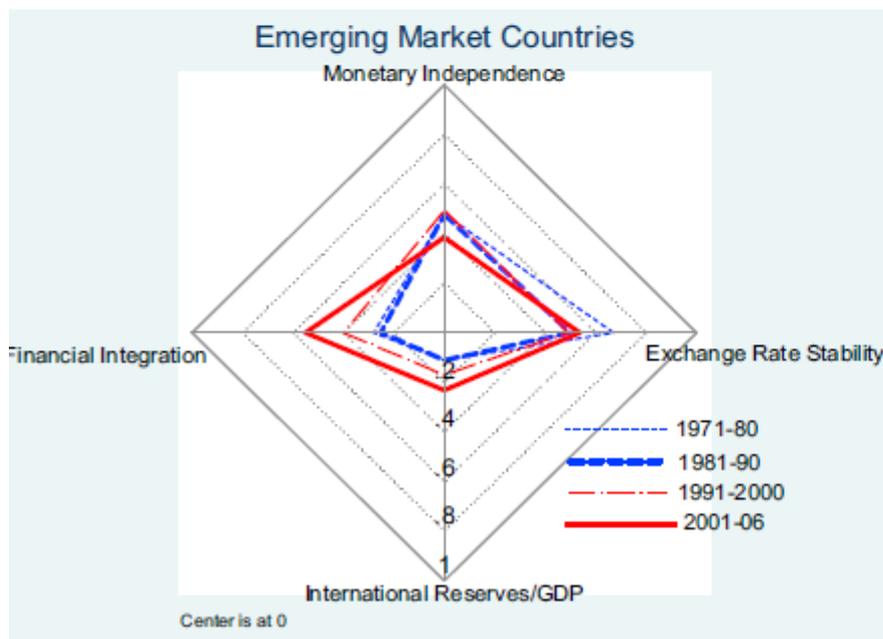
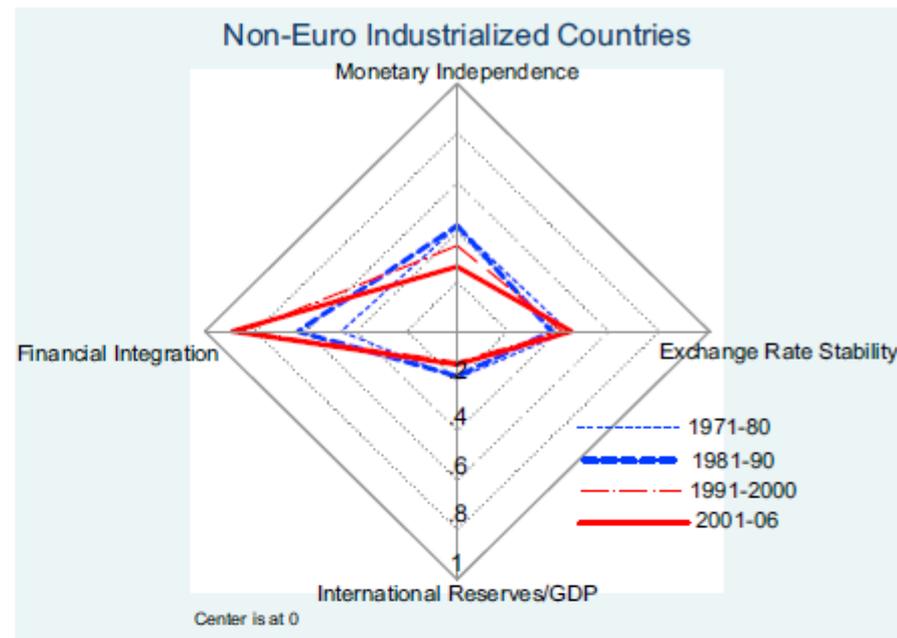
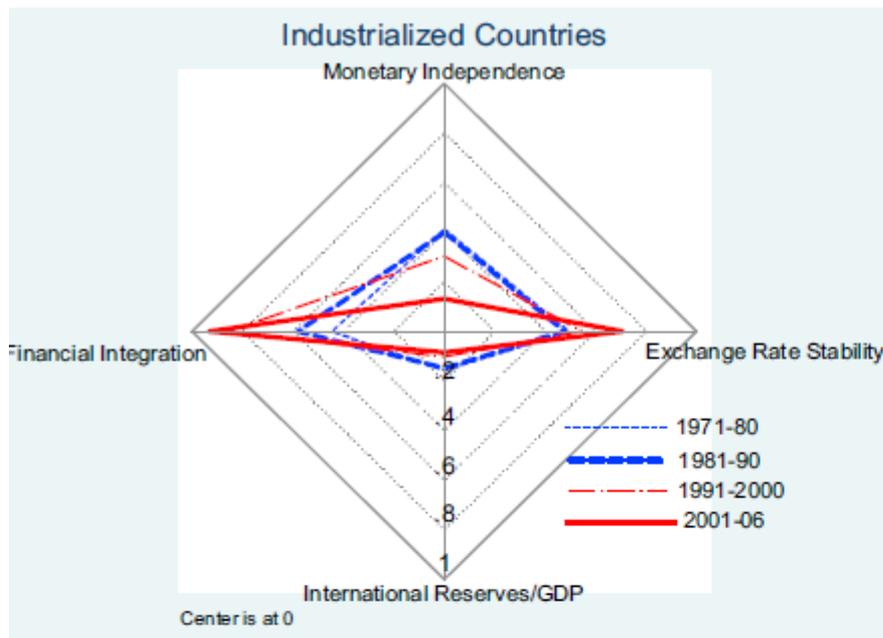
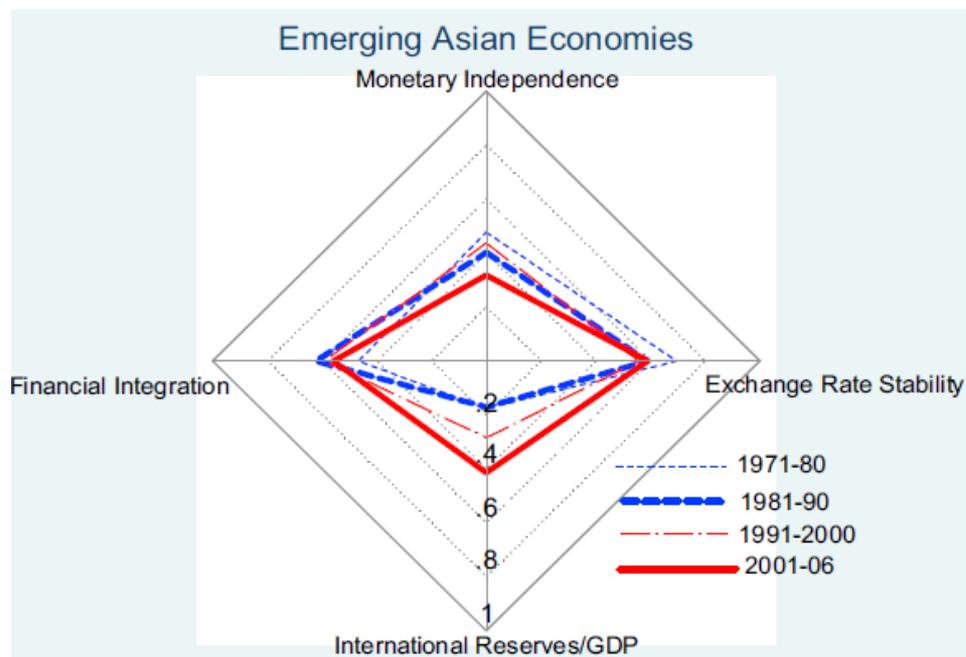
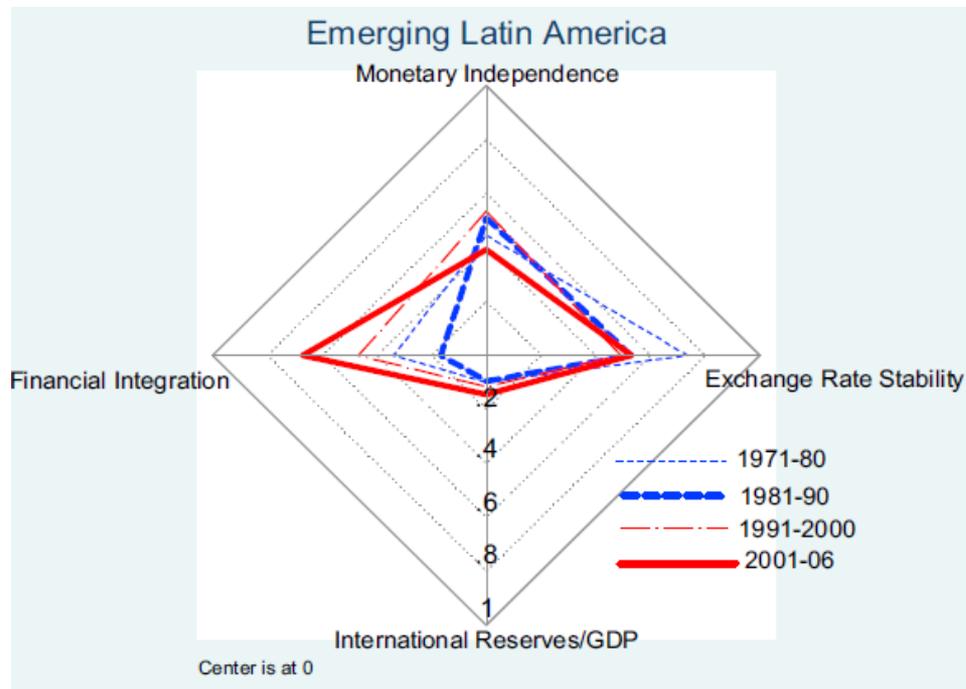
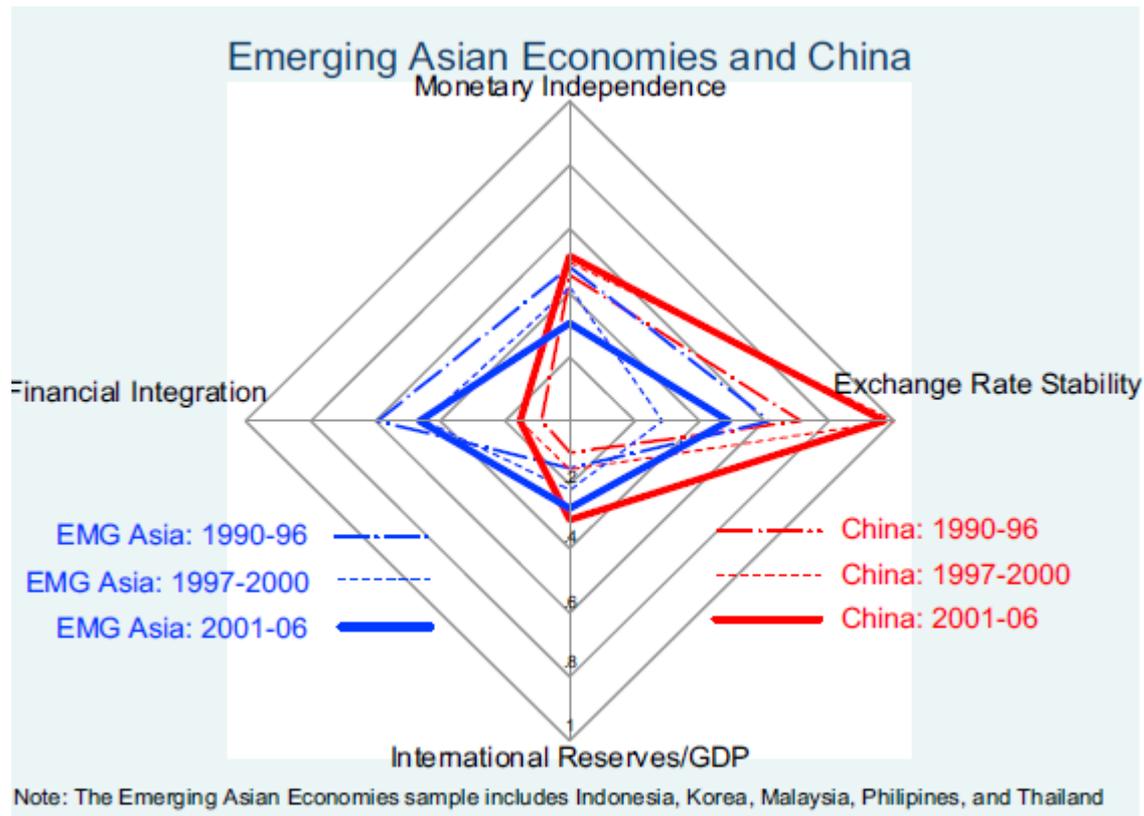


Fig. 1. The trilemma and international reserves configurations over time.



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



# Exercício empírico interessante

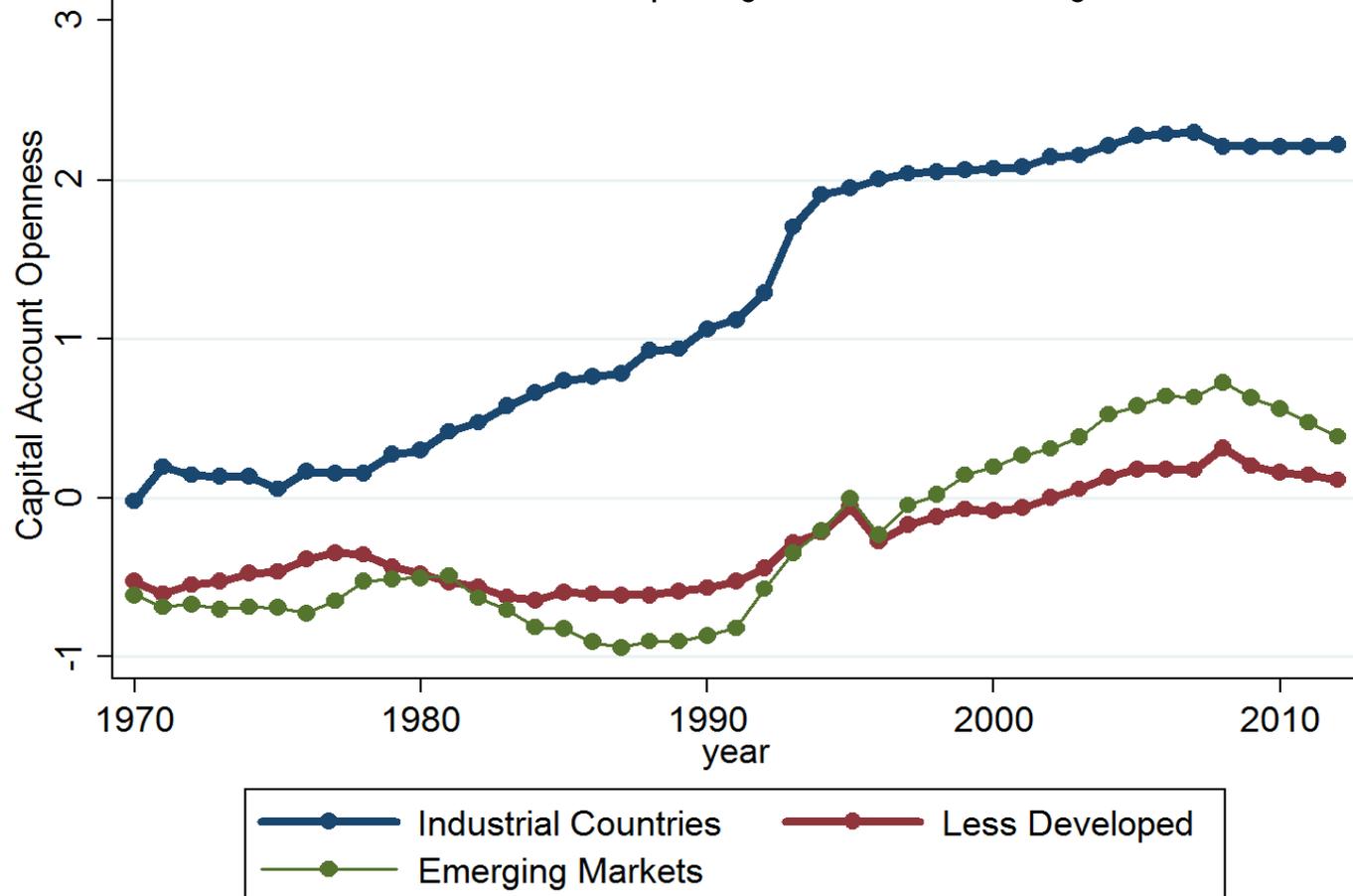
Aizenman et al. (2010)

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

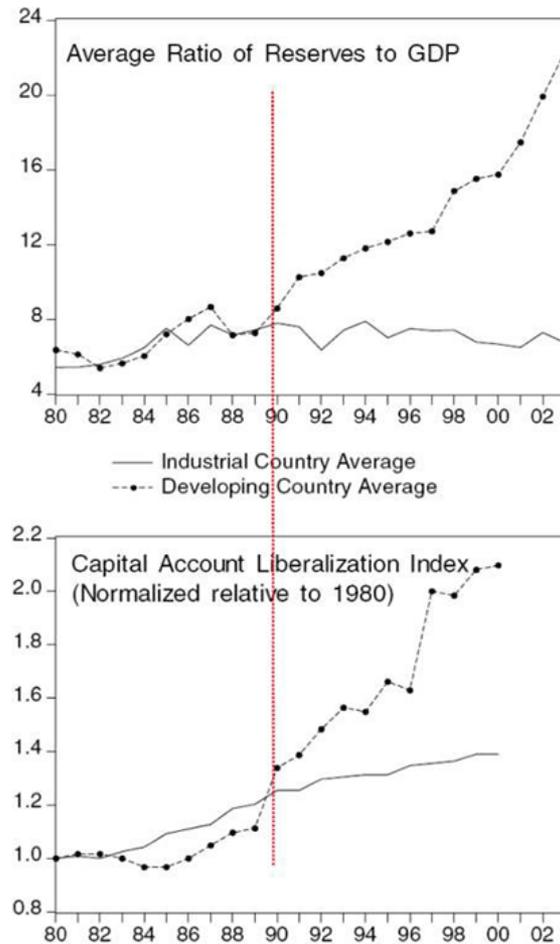
# Uma medida de liberalização ao longo do tempo

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.

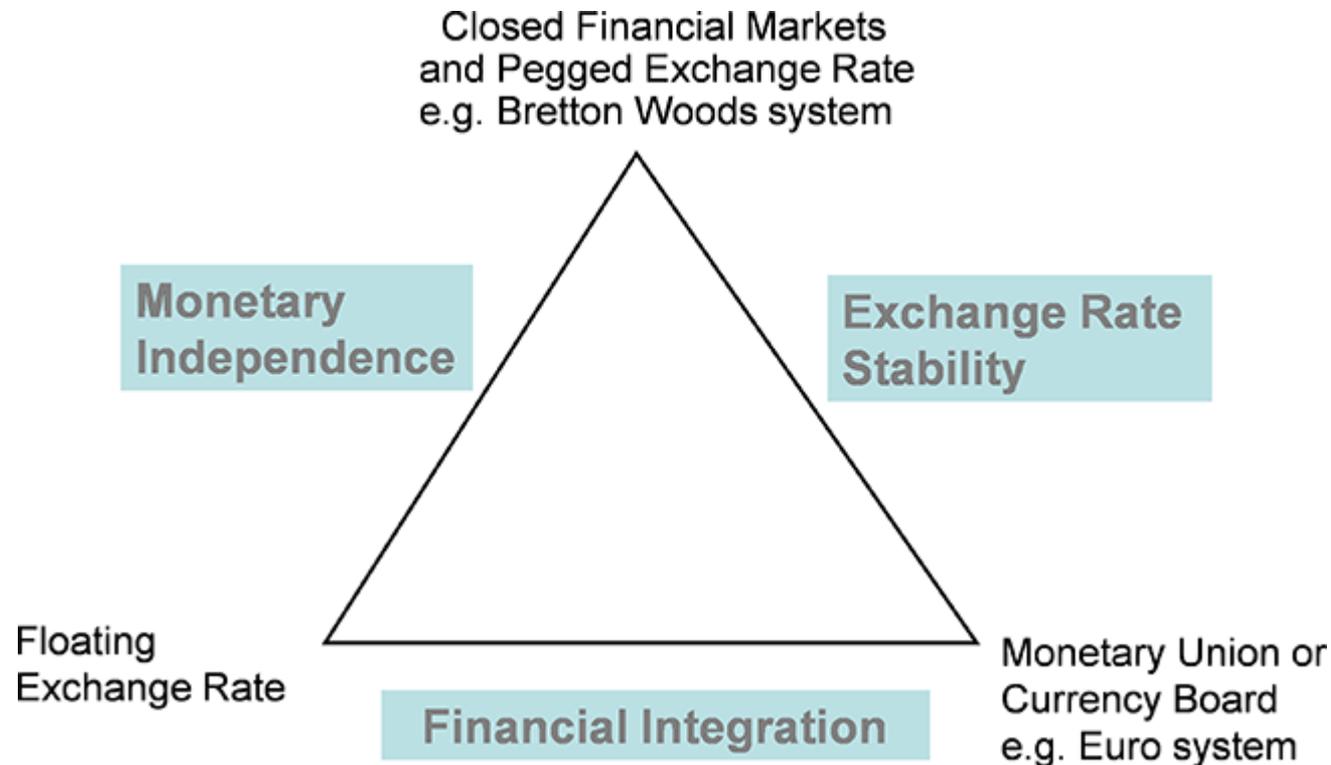
Lembrando aqui o modelo Mundell-Fleming, a partir do qual já é possível levantar as questões centrais acerca de custos e ganhos da liberalização.

# 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