

Minicurso “Políticas Econômicas em Economias Emergentes em Contexto de Globalização Financeira a partir de uma Perspectiva Keynesiana”

1ª aula “Globalização e Integração Financeira Internacional”

UNESP Araraquara, 29/05/2015

Luiz Fernando de Paula

Professor Titular da FCE/UERJ e
ex-Presidente da AKB

Estrutura da 1ª aula

- Conceito de globalização
- Origens da globalização financeira
- Capitalismo sob dominância financeira (*“finance-led capitalism”*)
- Argumentos favoráveis e contras a liberalização financeira
- Algumas evidências empíricas
- Conclusões de política

Conceito de globalização

- Processo integração dos mercados nacionais (+) intensificação nos fluxos de mercadorias e capitais entre países (+) maior interdependência econômica entre países.
- Associado ao processo de desregulamentação dos mercados e adoção de políticas neoliberais nos países desenvolvidos na década de 80 e em países em desenvolvimento (A.Latina e países em transição, como Rússia) na década de 90.
- Um novo regime de acumulação: “*finance-led capitalism*” ou regime de acumulação com dominância financeira.
- Liberalização financeira x integração financeira

Origens da globalização financeira

- *Anos 60*: desenvolvimento do mercado de eurodólares (mercado internacionalizado e desregulamentado) e colapso do sistema da Bretton Woods (1971), que significou o fim do sistema de câmbio fixo e ajustável e de controle de capitais.
- *Anos 70*: maior instabilidade macroeconômica (instabilidade de preços, de taxa de juros e taxas de câmbio) aumenta os riscos no mercado financeiro, estimulando a administração de riscos e socialização de incertezas.
- *Anos 80*: adoção de políticas neoliberais por Thatcher na GB e Reagan nos EUA, que acaba impondo a doutrina do livre-mercado ao mundo, dando início ao processo de desregulamentação, inclusive de liberalização financeira, processo este que foi feito como um *Big Bang* na GB e gradual e continuamente nos EUA. Adoção do Ato Único Europeu de 1987 e da Segunda Diretiva Bancária de 1989 (cria uma espécie de “passaporte bancário único”).

Continuando...

- *Anos 90*: adoção do “Consenso de Washington” na América Latina com o apoio do FMI, inclui processo de desregulamentação da conta capital e redução do papel do Estado na economia.
- ,Lei de Modernização de Serviços Financeiros nos EUA em 1999 (Lei de Gramm-Bliley-Leach permite criação do banco universal), colocou fim na Lei Glass-Steagal de 1936.
- > Citigroup (1998): Citicorp (BC) + Travellers (Seguro)
- *Anos 2000*: período de bonança, com baixa inflação e baixa taxas de juros, levou a uma enxurrada de liquidez internacional, e um acúmulo de ativos líquidos: estímulo a engenharia financeira (securitização) e maior alavancagem financeira.
- *Crise de 2007-08*: crise dos mercados financeiros desregulamentados face a criação de instrumentos financeiros opacos que perpassaram vários segmentos do sistema financeiro.
- Pós-crise de 2008: “*quantitative easing*” leva nova enxurrada de liquidez no mercado financeiro internacional; mais recentemente “tapering”

Ainda origens da globalização...

- Paralelamente outro fator que estimulou a globalização financeira foi o *progresso tecnológico nos setores de comunicação e de informática*, diminuindo os custos de transação envolvidos nos serviços financeiros, permitindo a atuação simultânea dos mercados financeiros e o processamento de informações online.
- Provê infraestrutura necessária para expansão das atividades financeiras.

Capitalismo sob dominância financeira

- Capitalismo sob dominância financeira ou capitalismo dirigido pelas finanças (“*finance-led capitalism*”) é um conceito desenvolvido inicialmente pelos regulacionistas franceses.
- Seu atributo central é um processo referido como “*financeirização*”, definido como “o aumento do papel dos motivos financeiros, mercados financeiros, atores financeiros e instituições financeiras nas operações de economias nacionais e internacionais” (Epstein, 2005).
- Este “novo regime de acumulação” desenvolveu-se no contexto do processo de crescente globalização financeira nos anos 70 e 80 que fez com que o capitalismo dirigido pelas finanças disseminasse sua lógica de desregulamentação com vistas à maximização do valor aos acionistas e ganhos financeiros de curto prazo.
- Trata-se de uma forma mais avançada de “capital fictício” (D-D’), levando a um descolamento entre o capital financeiro e o capital industrial, com criação de ativos sem qualquer relação com a atividade econômica real de criação de valor.

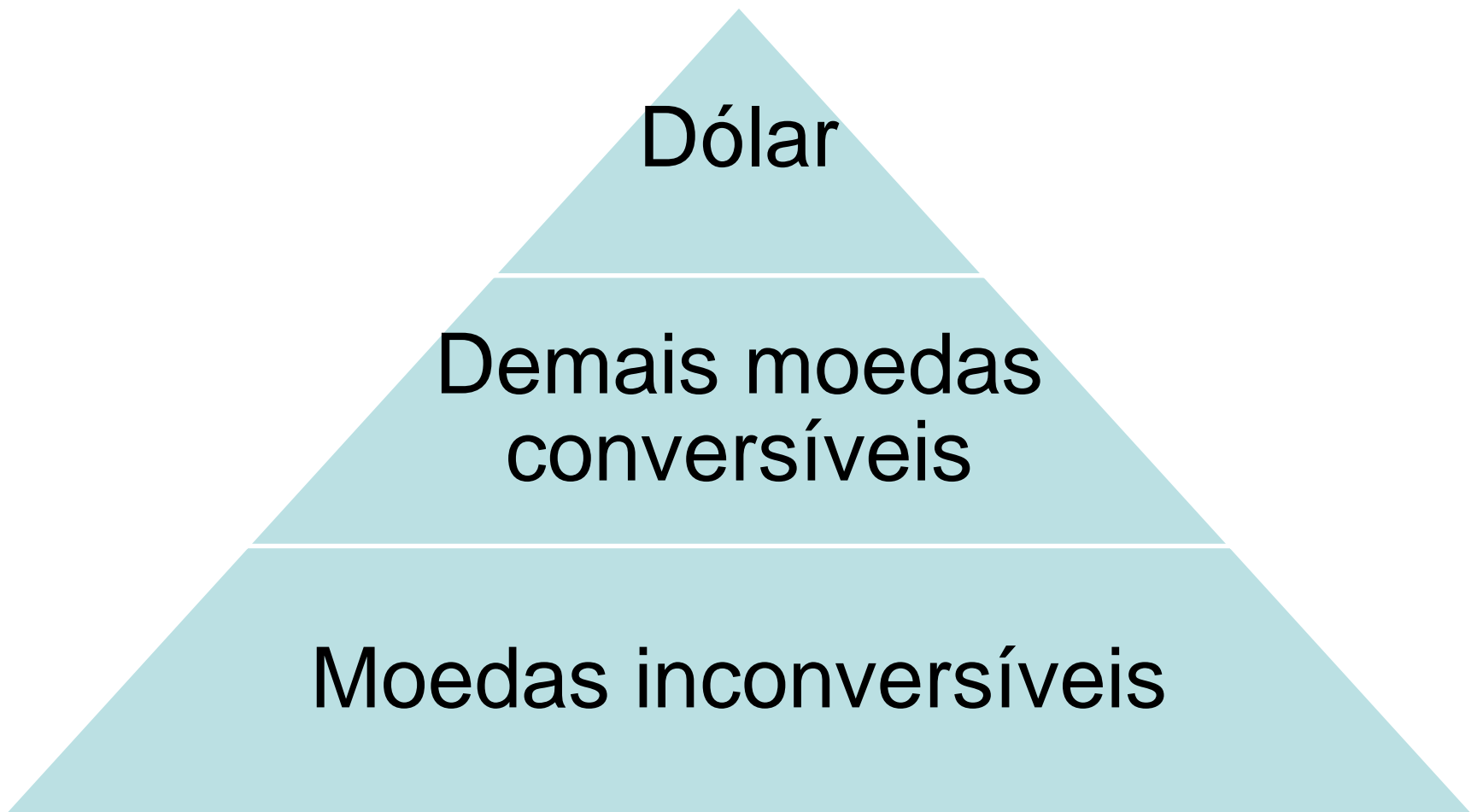
Várias facetas da financeirização (Guttman, 2008)

- *Maximização do valor do acionista* (“*shareholder value*”): gerentes de fundos institucionais tendem a priorizar os resultados de curto prazo.
- *Descolamento entre lucros e investimentos*: busca de ganhos financeiros leva a pressão por maiores dividendos e crescimento das fusões globais anos 1990 e 2000.
- *Concentração de renda* (funcional e pessoal): declínio na parcela de lucros retidos para reinvestimento e aumento concomitante na parcela de lucros pagos a acionistas na forma de dividendos. Isto obriga os industriais a gerarem maiores lucros à custa da compressão salarial.
- *Transformação nas finanças*: globalização financeira leva a bancos a diversificarem atividades e expandirem áreas geográficas de atuação (economias de escopo e escala); proliferação de fundos com portfolio globais diversificados leva a aumento dos fluxos internacionais de capitais.
- *Especulação financeira e bolhas de ativos*: propensão da economia a “bolhas de ativos” foi impelida por inovações financeiras e aumento da alavancagem dos compradores de ativos com financiamento bancário e derivativos.

Assimetria monetária e hierarquia de moedas

- *Dólar*: núcleo do sistema hierarquizado (“moeda-chave”), a partir do qual se posicionam as outras moedas.
- *Moedas conversíveis dos demais países centrais* (euro, yen, libra, franco suíço)
- *Países emissores de moedas não-conversíveis*, emitidas pelos países periféricos inseridos no processo de globalização financeira.

Hierarquia de moedas



Dólar

Demais moedas
conversíveis

Moedas inconversíveis

Assimetria monetária

- *Conceito de conversibilidade*: aceitação das moedas nacionais como meios de pgto, unidade de conta e de denominação de contratos, e ativo de reserva no SM internacional.
- Na hierarquia de moedas, somente o *dólar* desempenha integralmente as 3 funções e assim tem maior grau de conversibilidade e maior grau de liquidez. => *papel de “receptáculo” de incerteza em âmbito internacional*, em um mundo de globalização marcado por maior instabilidade do SM pós-BW.
- *Moedas de outros países centrais* são tb utilizadas como unidade de contrato em âmbito internacional, são capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda, e são demandadas de forma secundária como ativo de reservas nos portfólios dos investidores estrangeiros.
- Já *moedas dos países periféricos* têm moedas não-conversíveis e não são capazes de emitir dívida externa em sua própria moeda. Tais moedas são precificadas com mais baixo prêmio de liquidez em relação as moedas dos países centrais.

Globalização financeira - causas

- *Globalização ou integração financeira*: conceito agregado que se refere ao aumento das relações globais entre fluxos financeiros entre países.
- “*Pull factors*” (atrativo) -> mudanças nas políticas e outros aspectos de abertura dos países emergentes.
- “*Push factors*” (empuxe) -> mudanças nas condições do ciclo econômico e nas políticas macroeconômicas nos países desenvolvidos, incluindo a importância dos investidores institucionais e mudanças demográficas (envelhecimento da população).
- Fluxos de ks são mais sensíveis a condições macroeconômicas dos países avançados.

Estudos empíricos

- Byrne e Fiess (2011): tx juros dos EUA são determinantes cruciais dos fluxos globais de ks para economias emergentes.
- Ghosh et al (2012): episódios de surto de fluxos de ks são explicados por um conjunto de fatores (tx juros EUA, maior apetite de risco global, etc.).
- Ahmed e Zlate (2013): conjunto de fatores (crescimento econômico, diferencial de tx juros e apetite de risco global).

Medidas de integração financeira

- Integração de facto x liberalização de jure
- Indicador binário (FMI): não captura diferenças na intensidade dos controles de ks.
- índice de Quinn (1997): alterações na legislação sobre controle de capitais como “-1,-2,-3,-4” ou “+1,+2,+3,+4” cf seja + ou - liberalizante ou restritiva.
- Soma em módulo [inflows+outflows]/PIB
- Lane e Milesi-Ferretti (2003) – Índice de integração financeira, onde FA (FL) denotam os estoques de ativos (passivos) externos

$$IFIGDP_{it} = \frac{(FA_{it} + FL_{it})}{GDP_{it}}$$

Argumentos favoráveis a liberalização financeira dos países em desenvolvimento

- *Aumento na eficiência na alocação global dos recursos:* transferência de recursos de países desenvolvidos para países de maior produtividade do capital e com escassez de poupança.
- *Acesso ao mercado financeiro internacional* proporciona melhores oportunidades para países dividirem o risco macroeconômico e assim suavizar o consumo.
- *Desenvolvimento do sistema financeiro doméstico*, em função de: fluxos de capitais de portfolio aumenta liquidez nos mercados de ações domésticos; aprimoramento da estrutura regulatória e de supervisão no setor bancário.
- *Integração financeira estimula maior disciplina macroeconômica*, pois países são “forçados” a adotar “boas” políticas, pois do contrário serão punidos pelo mercado.

Prasad et al (2003, p.26)

- *(...) the disciplining role of financial integration could change the dynamics of domestic investment in an economy to the extent that it leads to a reallocation of capital towards more productive activities in response to changes in macroeconomic policies. National governments are occasionally tempted to institute predatory tax policies on physical capital. The prospect of such policies tends to discourage investment and reduce growth. Financial opening can be self-sustaining and constrains the government from engaging in such predatory policies in the future since the negative consequences of such actions are far more severe under financial integration.*

Integração financeira internacional

```
graph TD; A[Integração financeira internacional] --> B[Canais diretos]; A --> C[Canais indiretos]; B --> D[Maior crescimento econômico]; C --> D;
```

Canais diretos

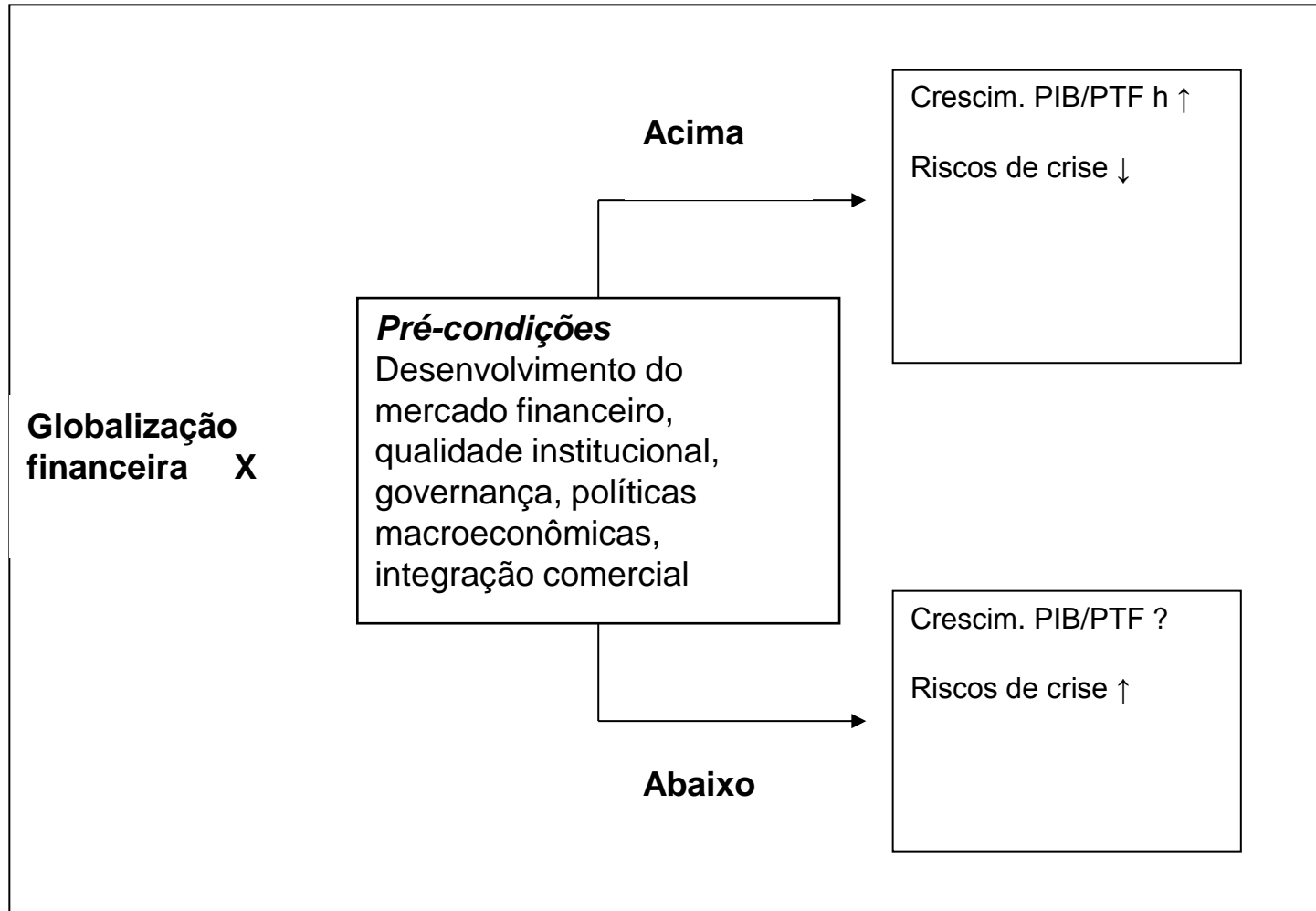
- . Aumento da poupaça doméstica
- . Menor custo do capital devido melhor alocação de risco
- . Suavização do consumo ao longo do tempo
- . Transferência de tecnologia
- . Desenvolvimento do SF

Canais indiretos

- . Promoção da especialização
- . Estímulo da “melhores” políticas
- . Aumento da entrada de capitais devido a sinalização de melhores políticas.

Maior crescimento econômico

Pré-condições para melhor aproveitamento...



Integração financeira internacional – fatos estilizados (Prasad et al, 2003):

- a) É difícil estabelecer uma relação causal forte, robusta e uniforme entre grau de integração financeira e desempenho do crescimento do produto.
- b) Há pouca evidência de que a integração financeira tem ajudado os países emergentes a melhor estabilizarem as flutuações no crescimento do consumo, que é a melhor medida para avaliar o bem-estar em comparação ao produto.
- c) Enquanto que não há nenhuma prova nos dados de que a globalização financeira beneficiou o crescimento, há evidência de que alguns países emergentes podem ter experimentado maior volatilidade no consumo.
- d) A maior volatilidade macroeconômica provavelmente aumenta as medidas de pobreza absoluta e relativa, particularmente em casos de crises financeiras que levam a profundos aumentos no desemprego.

Velhos keynesianos (Tobin, 1978)

- Tobin (1978): problema dos países emergentes não está associado fundamentalmente a escolha de regimes cambiais, mas sim *a excessiva volatilidade dos fluxos de capitais*. Volatilidade dos fluxos de capitais diminui grau de liberdade na condução da política econômica (monetária e fiscal), ou seja, constrange adoção de políticas domésticas autônomas.

James Tobin (1978)

- *“Eu acredito que o problema básico hoje não é o regime cambial, se fixo ou flutuante. O debate sobre regime cambial evita e obscurece o problema essencial, que é (...) a excessiva mobilidade internacional do capital financeiro privado.”* (p. 153).

Novos keynesianos (Stiglitz, Rodrik)

- Mercados financeiros globais não funcionam como o comércio internacional, pois mercados financeiros são diferentes de mercado de B e S.
- Crítica ao argumento da eficiência ótima da alocação global de capital: paradigma de mercados eficiente assume uma economia perfeitamente competitiva, conhecimento perfeito e disponível; na prática mercados financeiros são incompletos e imperfeitos devido a existência de assimetrias informacionais que geram “manias e pânico”, contágios, comportamento de manada etc.

Stiglitz 2000: 1080

- *(...) capital market liberalization is systematically associated with greater instability, and for good reason: capital flows are markedly procyclical, exacerbating economic fluctuations, when they do not actually cause them (...) In addition, capital market liberalization exposes countries to vicissitudes associated with changes in economic circumstances outside the country: a sudden change in lenders' perceptions concerning 'emerging market risk' can lead to huge capital outflows, undermining the viability of the entire financial system".*

Pós-keynesianos

- Tb não aceitam teoria dos mercados eficientes, devido a existência de incerteza não-probabilística que torna a base informacional relacionada a decisões dos agentes necessariamente incompleta; incerteza não permite construção de funções de probabilidade sobre eventos futuros.
- Assim, valor intrínseco ou fundamentos dos preços dos ativos não são calculáveis, pois dependem das mudanças nos estados de expectativas dos agentes. Práticas especulativas de CP determinam preços dos ativos financeiros.
- Instabilidade financeira não é uma anomalia, mas o resultado possível da operação de mercados financeiros globais em um mundo sob incerteza e sem um desenho institucional adequado para inibir especulação.

Priewe (2008,p.45)

- *“The argument seems to presume that the global financial markets behave rationally and that their judgments are infallible (...) but often enough, market reactions are myopic, driven by extreme short-termism, truncated by information asymmetries, speculation, herd behaviour and contagion defects”.*

Estudos empíricos:

- Rodrik (1998): *“Não há evidência empírica de que países em desenvolvimento sem controle capitais tenham crescido mais rápido, investido mais e experimentado inflação menor”*.
- Prasad et al (2003) resumem 14 estudos e reportam que somente 3 encontram efeitos positivos sobre crescimento, 4 não encontram qq efeito e 7 acham efeitos mistos. *“É difícil estabelecer uma relação causal forte, robusta e uniforme entre grau de integração financeira e desempenho do crescimento do produto”*.

-> Volatilidade do consumo aumentou nas economias emergentes na década de 90 (comparação entre países financeiramente integrados em relação aos países pouco integrados).

- 2 explicações:
 - a) *Custos macro globais da crise financeira*: liberalização financeira doméstica qdo acompanhado da liberalização da conta k aumenta chance de crises cambiais e/ou bancárias.
 - b) *Tendência a apreciação da tx câmbio causada pela entrada de ks*: sobrevalorização pode reduzir crescimento de produtos industriais exportáveis.

Algumas pistas...

- Segundo Eichengreen e Leblang (2002:2): “o impacto da liberalização da conta capital é mais provável ser positivo *quando os mercados financeiros domésticos são bem desenvolvidos e regulados e a operação do sistema financeiro internacional é suave e estável*. É mais provável ser negativo quando os mercados financeiros, doméstico e internacional, estão sujeitos a crise”.
- Edwards (2001), ao avaliar a hipótese de que a liberalização da conta capital gera efeitos distintos em países de alta e baixa renda, no período 1973 a 1988, utilizando uma medida de intensidade de restrições da conta capital, encontra que a liberalização financeira estimulou o crescimento econômico dos países de alta renda nos anos 1980, mas reduziu o crescimento no caso dos países de baixa renda.

Logo, podemos concluir que...

- a) desenvolvimento do sistema financeiro doméstico parece ser uma pré-condição para a liberalização financeira;
- b) países desenvolvidos liberalizaram sua conta capital apenas após atingirem o estágio de economias maduras.

Algumas conclusões de política

- Críticos da liberalização financeira argumentam que a teoria dos mercados eficientes é enganosa qdo aplicada a fluxos de ks, pois na prática mercados financeiros são imperfeitos ou intrinsecamente instáveis.
- Fluxos de capitais podem impor uma enorme externalidade negativa sobre crescimento e estabilidade macroeconômica, o que sugere a adoção de uma estratégia gradualista de integração financeira internacional e uso de mecanismos de “defesa”.

Conclusão

- Causalidade entre liberalização financeira e crescimento econômico pode ser reversa: países 1^o tiveram crescimento econômico robusto para depois tomarem parte da integração financeira.
- Prasad et al (2007): há uma positiva correlação entre superávits em c/c e crescimento do PIB, ou seja, países com relativamente menos capitais externos crescem mais do que países com mais capitais externos (Paradoxo de Lucas).

Bibliografia

- L.F.de Paula, *Financial Liberalization and Economic Performance: Brazil at the Crossroads* (Routledge, 2011).
- Paula,, L. F. ; Pires, M. C. C. ; Faria Jr, J.A. ; Meyer, T. R. . “Liberalização financeira, performance econômica e estabilidade macroeconômica no Brasil: uma análise do período 1994-2007”. *Nova Economia*, v. 22, p. 561-596, 2012.
- Paula, L.F., Fritz, B. e Prates, D. Keynes at the periphery: Currency hierarchies and its challenges for economic policy in emerging economies, mimeo, 2014.
- <http://www.luizfernandodepaula.com.br/>