

Financial Liberalization, Economic Performance and Macroeconomic Stability in Brazil: an assessment of the recent period

João Adelino de Faria (UERJ), Luiz Fernando de Paula (UERJ e CNPq), Manoel Carlos de Castro Pires (IPEA) e Tiago Rinaldi Meyer (Eletrobrás)

XXXVII Encontro Nacional de Economia
Foz do Iguaçu, dezembro de 2009

Ponto de partida

- Processo de liberalização da conta capital no Brasil vem ocorrendo desde o final dos anos 1980.
- Alguns autores, como Franco e Pinho Neto (2004), assinalam que temos uma situação de conversibilidade *de facto* da conta capital.
- Debate no Brasil a partir da proposta de plena conversibilidade de jure da conta capital feita por Arida.
- Literatura internacional mostra suposto supostos benefícios da liberalização, mas estudos empíricos não encontram resultados robustos.

Objetivos

- Avaliar a relação entre liberalização da conta capital, performance econômica e estabilidade macroeconômica no Brasil.
- Para tanto, além de uma revisão da literatura, o artigo realiza uma avaliação empírica dos efeitos da liberalização financeira no Brasil sobre um conjunto de variáveis macroeconômicas (PIB, inflação, câmbio etc.) com o uso da metodologia VAR, utilizando, para tanto, dois modelos: um com um índice de jure de liberalização financeira (ILF), e outro com um índice de facto de integração financeira (IIF).

Literatura internacional

- Eficiência ótima da alocação global de recursos: países com escassez de capital têm um rendimento real do investimento marginal maior do que nos países desenvolvidos com abundância de capital. Livre fluxo de capitais, em mercados eficientes, permitiria a busca de retornos marginais maiores, reduzindo assim a escassez relativa de capital nos países em desenvolvimento.
- Desenvolvimento do SF doméstico: pressão para um aprimoramento na supervisão financeira dos mercados financeiros domésticos.
- Disciplina do mercado pode estimular políticas macroeconômicas consistentes, uma vez que a atuação dos investidores internacionais atua como uma força de mercado que penaliza as más políticas e recompensa as boas políticas.

Visão crítica da liberalização: Stiglitz

- Existência de informação assimétrica gera custos de obtenção de informação e impede a eficiente precificação e alocação de recursos. Assim, fluxos de capitais seriam caracterizados por “manias e pânico”, comportamento de manada, contágios irracionais etc.
- Crítica ao argumento de que a integração financeira internacional promove maior estabilidade macroeconômica: integração está associada a maior instabilidade, pelo fato dos fluxos de capitais serem marcadamente pró-cíclicos, exacerbando as flutuações econômicas, quando não as causando, e expondo os países as vicissitudes associadas a mudanças nas circunstâncias econômicas de fora do país.

Visão crítica: pós-keynesiano

- “Valor intrínseco” ou “fundamental” dos preços dos ativos não é passível de cálculo num ambiente caracterizado pela incerteza no sentido Knight-Keynes, já que a taxa de desconto varia de acordo com as percepções de risco que se alteram em respostas a eventos e, por isso, não são passíveis de conhecimento.
- Nesta perspectiva, práticas especulativas de curto prazo e não os fundamentos de longo prazo determinam os preços dos ativos. No caso de mercados financeiros globais, sob condições de mobilidade de capitais, a taxa de câmbio passa a ser cada vez mais determinada pelas decisões de portfólio dos investidores internacionais.

Estudos empíricos

- Vários estudos empíricos – normalmente utilizando dados em painel e medindo a integração financeira internacional através de índices variados, de jure e de facto – procuraram avaliar a relação entre liberalização de conta capital, por um lado, e crescimento econômico, crises econômicas e/ou volatilidade macroeconômica, de outro.
- Em resenha sobre o assunto, um estudo do FMI (Prasad et al, 2003) Prasad et al (2003, p.6) sintetizam os achados empíricos obtidos nos estudos realizados, concluindo que “um estudo sistemático das evidências sugere que é difícil estabelecer uma relação causal robusta entre integração financeira [e crescimento econômico]”.
- Sugerem que as crises externas da década de 1990 podem ter aumentado a volatilidade macroeconômica dos países em desenvolvimento, como evidenciado pelo aumento na volatilidade do consumo por parte dos países emergentes financeiramente integrados.

Resultados interessantes...

- 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”. Assim, segurem que países desenvolvidos 1o desenvolveram seus mercados financeiros doméstico, para depois liberalizarem a conta capital.
- 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*.
- Duas conclusões:
 - 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.

Proposta de plena conversibilidade de Arida

- Manutenção ou possibilidade de controles administrativos às transações com moeda estrangeira conduz à situação na qual as taxas de juros interna e externa no Brasil sejam mais altas do que prevaleceria numa situação de plena conversibilidade.
- Restrições administrativas às transações com moeda estrangeira aumentam as taxas de juros interna e externa devido ao efeito das mesmas sobre o *prêmio de risco*, o que acaba gerando a necessidade de superávits primários ainda maiores. Em outras palavras, o prêmio de risco depende, entre outros fatores, do regime de conversibilidade da moeda doméstica. Assim, deve-se somar ao risco-país o risco de conversibilidade na emissão de títulos externos. Pela paridade a descoberta da taxa de juros, temos:

$$i = i^* + (E_{t+1}^e - E_t) + RC + RP$$

- Sob câmbio flutuante, o processo de “auto-equilibração” dos fluxos de capitais ocorre naturalmente, sem interferência do BC. Em regimes de câmbio flutuante a possibilidade de introdução de controles acaba agravando os desajustes no mercado cambial. A eliminação do risco de conversibilidade, por sua vez, permitiria uma maior estabilização dos fluxos de entrada e saída de capitais, reduzindo a amplitude da flutuação cambial.

Críticas

- Estudos empíricos (Oreiro et al, 2003 e Ono et al, 2005) mostram que conversibilidade crescente da conta k ao longo dos anos 90 não reduziu risco-país.
- Críticos (Ferrari et al, 2005) argumentam que a excessiva volatilidade da taxa de câmbio no Brasil tem efeitos deletérios sobre as decisões de investimento e, conseqüentemente, sobre o crescimento econômico. Logo, “auto-equilibração” do mercado cambial não tem efeitos neutros sobre variáveis reais.

Legislação no Brasil

- Anexo IV (1991): investidores institucionais externos aplicam em títulos e ações no Brasil.
- CC5 (1992): conta não-residente passa a ser operada livremente por instituições financeiras estrangeiras, permitindo residentes e não-residentes enviarem recursos para o exterior.
- 1994/95: IOF sobre entrada de capitais de portfólio.
- A partir de 2000, várias medidas liberalizantes e simplificadoras: unificação dos mercados cambiais (livre e flutuante), simplificação nos procedimentos para remessa de k para outros países, flexibilidade nas operações de cobertura cambial para exportação.

Índice de liberalização financeira

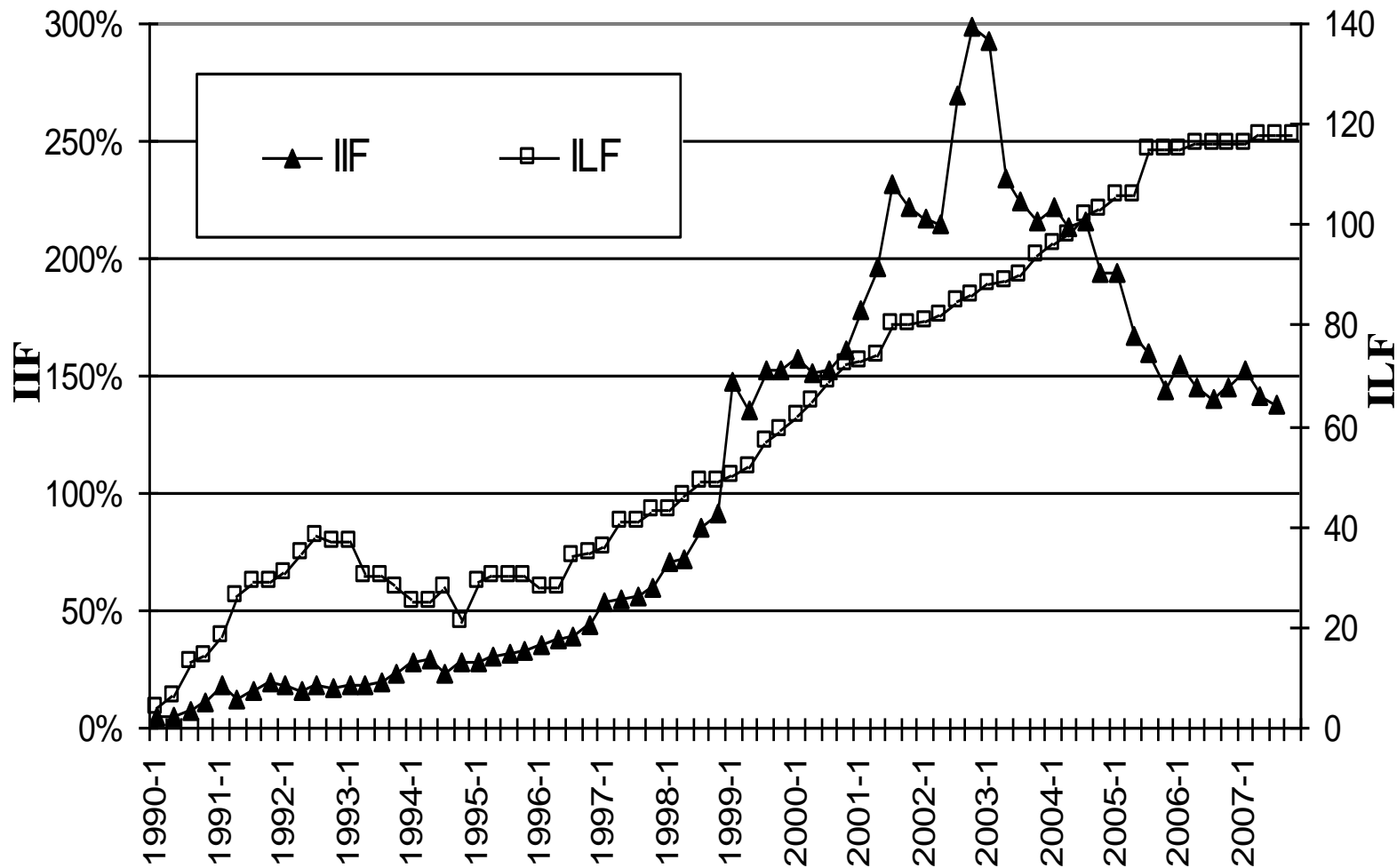
- *Índice de Liberalização Financeira – ILF*, atribuindo o valor “+1” para uma alteração na legislação que facilita a entrada e/ou a saída de capitais e “-1” para uma alteração na legislação que as dificulta. Desta forma, quando o indicador está se tornando mais positivo é porque está havendo um movimento de liberalização financeira na legislação.

Índice de integração financeira

- Os *índices de facto* mensuram a integração financeira por meio da razão entre os fluxos de capitais e um indicador do tamanho da economia nacional, geralmente o produto nacional.
- Lane e Milesi-Ferretti (2003, 2006) sugerem a construção de uma medida de integração financeira internacional - IFIGDP - que é a soma dos estoques de ativos e passivos externos divididos pelo GDP, em que

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

Figura 2: IIF e ILF para a economia brasileira - 1990/2007



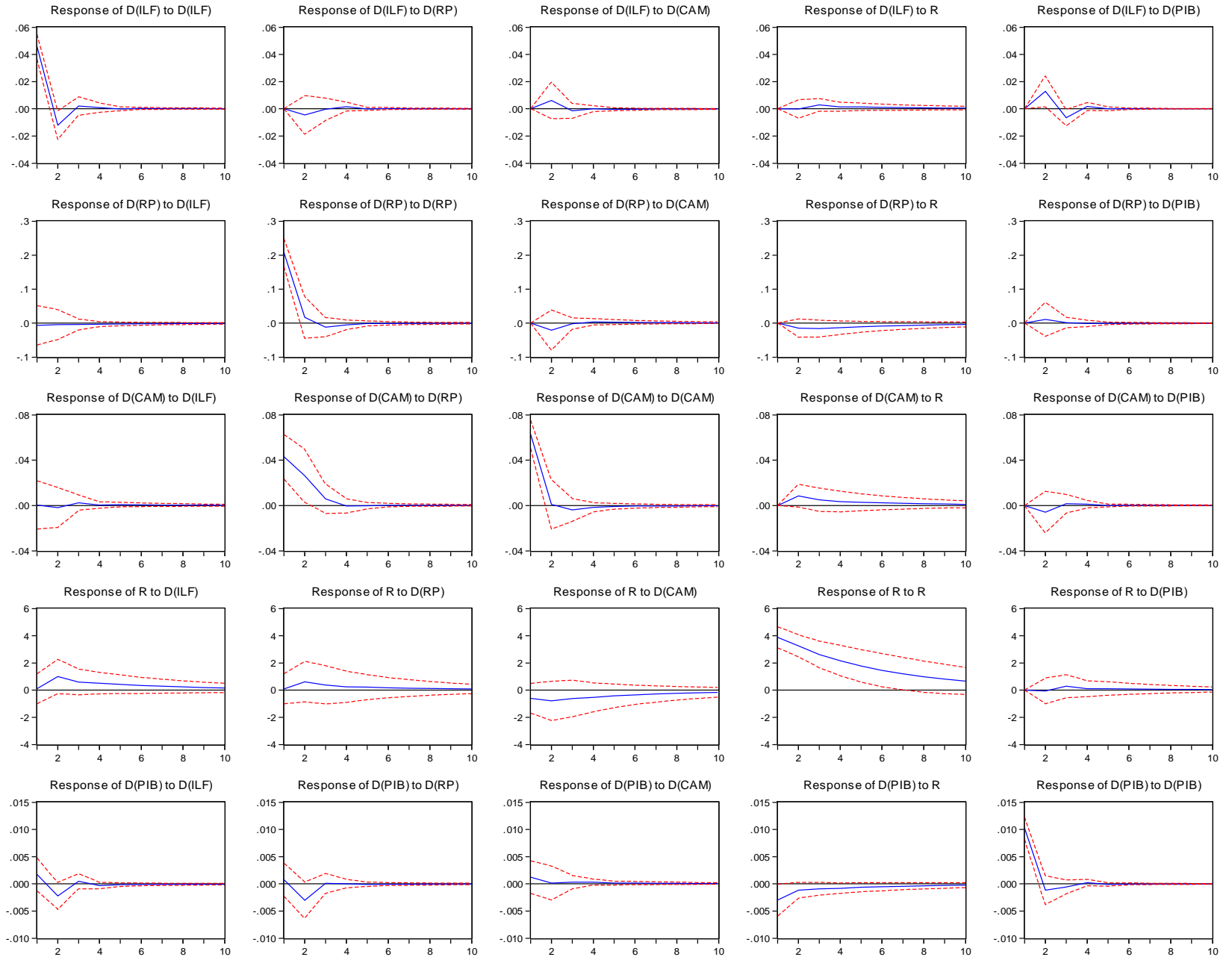
Variáveis utilizadas

- Modelo 1: Índice de Liberalização Financeira (ILF), Produto Interno Bruto (PIB), Taxa de Câmbio Nominal (CAM), Risco-País (RP) e Taxa de Juros (R).
- Modelo 2: Integração Financeira (IIF) as variáveis utilizadas foram as seguintes: Produto Interno Bruto (PIB), Taxa de Câmbio Nominal (CAM), Taxa de Inflação (INF) – medida pelo IPCA e Taxa de Juros (R).
- Variável de controle: variável dummy (mudança de regime cambial) e reservas internacionais

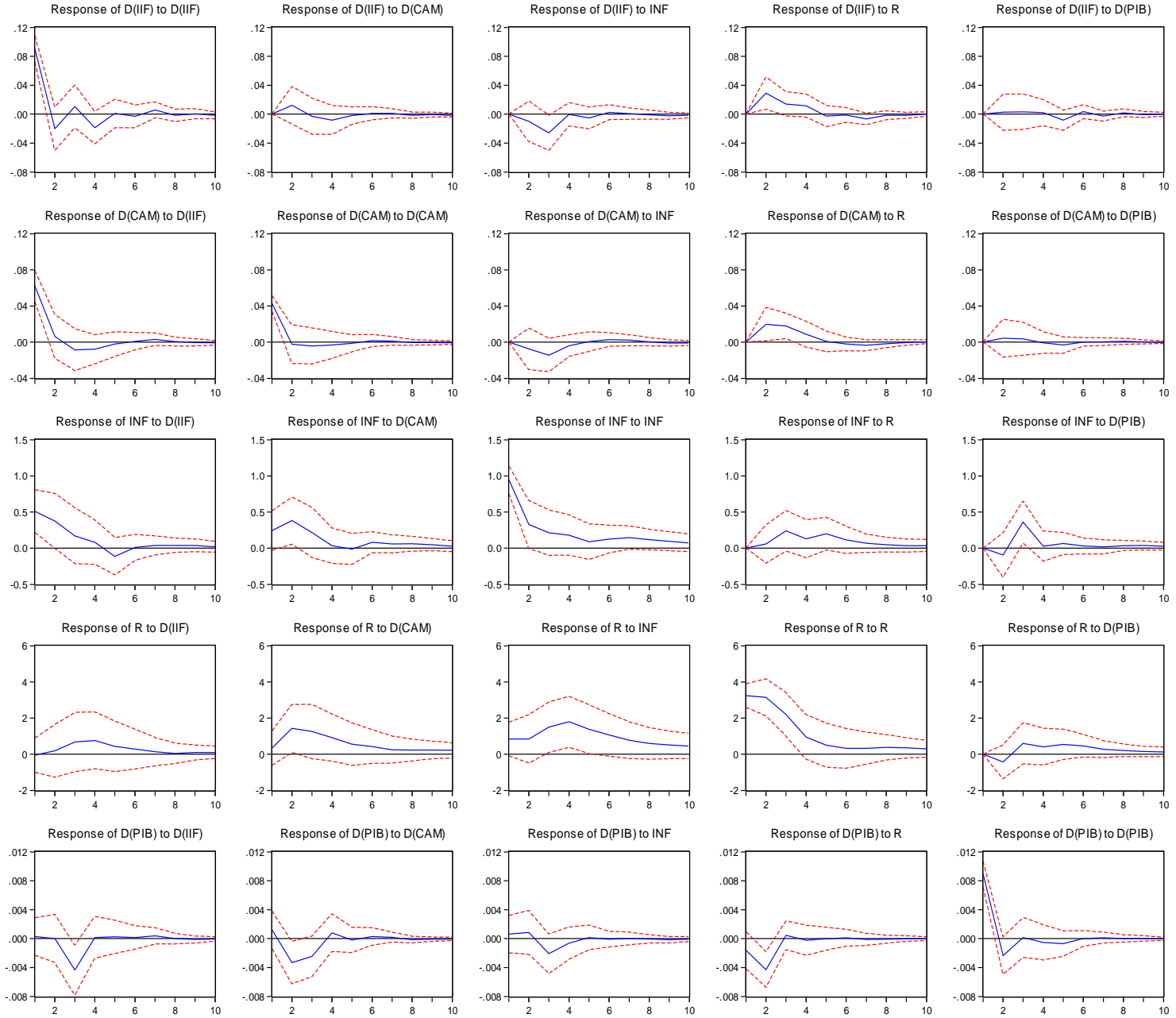
Hipóteses testadas:

- Modelo 1: hipótese Arida de que liberalização financeira reduz risco-país.
- DILF \rightarrow DRP \rightarrow DCAM \rightarrow R \rightarrow DPIB.
- Modelo 2: liberalização gera maior crescimento e maior estabilidade macro (inflação menor, menor volatilidade do câmbio).
- DIIF \rightarrow DCAM \rightarrow INF \rightarrow R \rightarrow DPIB
- Escolha de defasagens (AIC, BIC e HQ): melhor ajustado para 1 defasagem para ambos modelos.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Resultados

- Modelo 1 (ILF): único resultado significativo, além do efeito nas próprias variáveis, foi a resposta positiva da taxa de câmbio a choques do risco-país, o que significa que um aumento do risco-país gera um efeito de desvalorização cambial.
- Modelo 2:
 - a) Aumento da integração financeira gera efeito positivo sobre câmbio (desvalorização) e sobre a taxa de inflação.
 - b) Aumento da integração financeira gera queda no PIB.
 - c) Resposta de juros não é estatisticamente significativa.
 - d) Inflação e tx juros respondem positivamente a um aumento da taxa de câmbio, e PIB reage negativamente a um aumento na taxa de juros.

Conclusão

- Os resultados obtidos não permitem validar a hipótese de Arida, assim como não há evidências de que a liberalização financeira tem gerado efeitos positivos sobre um conjunto de variáveis macroeconômicas no Brasil.