

Três Rotas para as Crises Financeiras

Prof. José Luis Oreiro
Instituto de Economia – UFRJ

Referências

- ▶ Palma, G. (2002). “The Three routes to financial crises” In: Eatwell, J; Taylor, L. (orgs.). International Capital Markets: systems in transition. Oxford University Press: Oxford.

Visão geral

- ▶ A adoção de controles de capitais pelo Chile em 1991 foi um marco histórico e político porque se tratava de uma país fortemente influenciado pelas idéias do *mainstream*.
 - O Chile foi o primeiro país a adotar regulação da conta de capitais após liberalizar plenamente a sua economia.
 - Os controles de capitais no Chile ajudaram o país a escapar ileso do “efeito Tequila”.
 - Foi o primeiro evento em três décadas a marcar um retrocesso da marcha da liberalização financeira no mundo.
 - Alguns economista neoclássicos, contudo, advogam que as crises financeiras recentes (México, Sudeste Asiático e Brasil) foram o resultado de interferências exógenas nos mecanismos de mercado, como, por exemplo, a existência do sistema de garantia de depósitos, as operações de resgate do FMI e a alocação de recursos nos países emergentes por critérios extra-mercado.

Literatura recente sobre controles de capitais

- ▶ Os controles de capitais *a la* Chile são mais efetivos para lidar com os níveis ou com a composição da entrada de capitais?
 - ▶ Os controles de capitais *a la* Malasia são eficazes para impedir/parar os fluxos de saída de capitais no curto-prazo? Quais seus efeitos sobre o crescimento e a estabilidade financeira no longo-prazo?
- 

Objetivo do artigo

- ▶ Estudar a necessidade de introdução de controles de capitais em países em desenvolvimento num contexto de liquidez internacional alta, volátil e não regulada; bem como a efetividade desses controles nos países que os implementaram.
 - **Proposição 1:** Independentemente da forma pela qual os países em desenvolvimento tenham buscado para lidar com os problemas associados ao grande fluxo de entrada de capitais; todos eles mergulharam em crise financeira na década de 1990.
 - **Proposição 2:** Os controles de capitais adotados pelo Chile e pela Malásia foram relativamente bem sucedidos na tarefa de reduzir o fluxos de entrada de capitais, mas foram abandonados algum tempo depois devido a problemas de financiamento a conta corrente.

As três rotas para crises financeiras

- ▶ No período compreendido entre a liberalização financeira e a crise, todos os países em desenvolvimento receberam um grande fluxo de capitais externos.
 - Brasil: US\$ 220 bilhões.
 - México: US\$ 150 bilhões
 - Países do Sudeste Asiático: US\$ 260 bilhões.
- ▶ Por que razão uma quantidade tão grande de capital estrangeiro fluiu para esses países?
 - Devido a liquidez internacional abundante.
 - Alguns países em desenvolvimento exerceram uma atração magnética (e significativa) para essa liquidez.

As três rotas ...

- ▶ Entre 1988 e 1996 os ativos dos investidores institucionais (como proporção do PIB) nos países do G7 aumentou em cerca de 40 pontos base.
- ▶ A abundância de liquidez internacional é condição necessária, mas não suficiente, para esse fenômeno.
- ▶ Os países em desenvolvimento conseguiram atrair capitais externos devido:
 - Ao baixo crescimento dos países da OCDE (no período) o que levou a busca de oportunidades de investimento mais lucrativas nos países em desenvolvimento.
 - As grandes expectativas geradas pelas reformas econômicas inspiradas pelo “Consenso de Washington”.
 - A atração magnética exercida pela existência de ativos subvalorizados, grande diferencial de juros e expectativa de apreciação cambial.

As três rotas ...

- ▶ Como os países em desenvolvimento lidaram com esses fluxos de capitais?
 - **Rota 1:** o fluxo de entrada de capitais alimentou uma forte expansão do crédito direcionados para o aumento de consumo e para a especulação com ativos.
 - **Rota 2:** similar a rota 1, com a diferença que a expansão do crédito foi destinada ao financiamento do investimento corporativo.
 - **Rota 3:** os efeitos expansionistas sobre o crédito da entrada de capitais foram detidos por intermédio de políticas como a acumulação de reservas, operações de esterelização e taxas de juros elevadas.
- ▶ Deve-se ressaltar que a experiência histórica dos países em desenvolvimento era viver com uma restrição externa apertada.
 - Choque externo na conta de capitais.

As três rotas ...

- ▶ Os países em desenvolvimento tinham duas opções para lidar com esse “choque na conta de capitais”, a primeira opção seria não fazer nada, deixando o mercado se encarregar do problema, o segundo seria conter os efeitos expansionistas dos fluxos de capitais por intermédio de uma cortina de ferro em torno dos mesmos.
- ▶ Essas duas estratégias tiveram efeitos muito diferenciados em termos do comportamento da taxa real de juros.
 - As rotas 1 e 2 geraram taxas reais de juros muito mais baixas do que a rota 3.

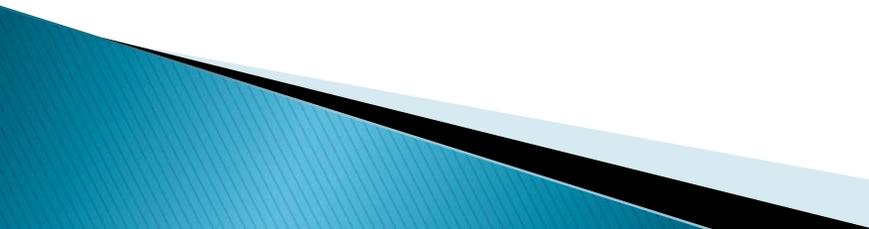
As três rotas ...

- ▶ Os países que trilaram a rota 1 vivenciaram um aumento significativo das importações de bens de consumo (Chile: 46%, México: 54%, Argentina: 87%) e um aumento significativo dos índices de preços de ações (No Chile o índice de preços da Bolsa de valores aumentou a taxa média de 22% entre 1975 e 1982).
- ▶ Os países que seguiram a rota 2 (Malásia e Tailândia, por exemplo) dobraram a sua taxa de investimento privado no período. A Malásia, por exemplo, aumentou a sua taxa de investimento de 15% do PIB em 1988 para 30.5% do PIB em 1995.
- ▶ O Brasil, que seguiu a rota 3, viu a sua taxa de investimento permanecer em torno de 15% do PIB, com um pequeno acréscimo de consumo (de 62,7% do PIB em 1994 para 64.4% do PIB em 1998) e com uma pequena queda da poupança privada (de 18% em 1995 para 14% em 1998).

Elementos em comum entre as três rotas

- Mudança constante na composição dos grandes fluxos privados de capitais.
- Progressiva redução do prazo de maturidade desses fluxos.
- Perigo constante de um “ataque de dentro”.
- ▶ Um primeiro ponto a ser observado é que o fluxo de investimento de portfólio aumentou de forma significativa nos países em desenvolvimento, reduzindo a importância do IED.
- ▶ Um segundo ponto a ser observado é que nos países da rota 1 e 3 houve um aumento significativo da participação da dívida de curto-prazo no passivo externo.
 - México: 8% em 1998, 24% em 1994.
 - Brasil: 20% em 1994, 56% em 1998.

Elementos ...

- ▶ Uma outra consequência do aumento do endividamento externo de curto-prazo foi a redução da relação reservas em moeda estrangeira/dívida de curto-prazo.
 - ▶ Em 1997, as reservas da Coreia não eram suficientes sequer para cobrir 50% das suas dívidas de curto-prazo.
 - ▶ Por fim, na década de 1990 nenhum dos países em análise tinha defesas para lidar com um ataque interno às suas taxas de câmbio.
- 

Resumo das rotas

▶ Rota 1:

- Explosão de crédito ao setor privado, baixos níveis de taxas de juros e valorização do câmbio.
- Boom de consumo, redução da taxa de poupança, grande deterioração da conta de transações correntes, distorção do investimento em direção a construção de residências.
- Aumento do endividamento externo com deterioração da sua estrutura a termo.

▶ Rota 2:

- Explosão do crédito destinada ao aumento do investimento ou a sustentação de elevadas taxas de acumulação devido a queda da lucratividade.
- Elevação do endividamento das empresas somado a um aumento do passivo externo de curto-prazo.

▶ Rota 3:

- É o caso do Brasil.
- Os grandes fluxos de capitais não dão origem a uma expansão do crédito para o setor privado devido às taxas de juros elevadas, necessárias inicialmente para a estabilização dos preços.
- Fragilidade financeira crescente no setor bancário e no setor público.
- Financiamento Ponzi no setor público.
- Colapso da confiança e saída de capitais.

Os controles de capitais podem ajudar?

- ▶ Como viver com uma conta de capitais aberta num mundo de liquidez alta, em expansão acelerada, volátil e não regulada?
- ▶ Em 1991, o Chile impôs controles de capital baseados em preços.
 - Os fluxos de capitais estavam sujeitos a um depósito compulsório de até 30% por 12 meses no Banco Central.
 - Além disso, todos os fluxos estavam sujeitos a um requerimento mínimo de permanência de 1 ano.

Efeitos dos Controles no Chile

- ▶ Sobre o nível dos fluxos de entrada, os controles tiveram um efeito transitório, limitado a 1 ou 2 anos.
- ▶ Sobre a composição dos fluxos, os controles tiveram um impacto permanente no sentido de aumentar a participação do IED no fluxo total de capitais.
- ▶ Os controles não foram bem sucedidos no que diz respeito a apreciação do câmbio real (que se intensificou depois de 1993) ou a acumulação de reservas (excessiva).
- ▶ Os controles de capitais no Chile, no entanto, tiveram um efeito positivo de estabilizar o endividamento externo de curto-prazo num contexto em que os demais países em desenvolvimento estavam aumentando a sua exposição, assim como o de “esvaziar” a bolha especulativa no mercado de ações.

Controles de capitais na Malásia

- ▶ A Malásia experimentou uma entrada gigantesca de capital entre 1988 e 1993. Em 1993, a entrada de capitais representou quase 25% do PIB, sendo que quase 10% do PIB na forma de capitais de curto-prazo.
- ▶ No início de 1994, o governo Malaio adota controles quantitativos de capitais; com controles estritos a exposição cambial por parte de bancos e empresas.
- ▶ Reversão drástica e imediata dos fluxos de entrada.
 - Os controles foram abandonados posteriormente devido ao temor de um “overshoot”.