

Onde foi parar a restrição de divisas do modelo de dois e três hiatos?

José Carlos dos Reis Carvalho

Seminário em Homenagem a Edmar Bacha

IEPE/CdG

17/02/2017

Key Point

À medida que a crise da dívida vai se perpetuando, cresce a sensação de que, para vários países altamente endividados de renda média (o Brasil seria o exemplo óbvio), a principal fonte de dificuldades – em relação ao crescimento e à inflação – advém das limitações orçamentárias do governo, e não da escassez de divisas ou de uma restrição de poupança global.

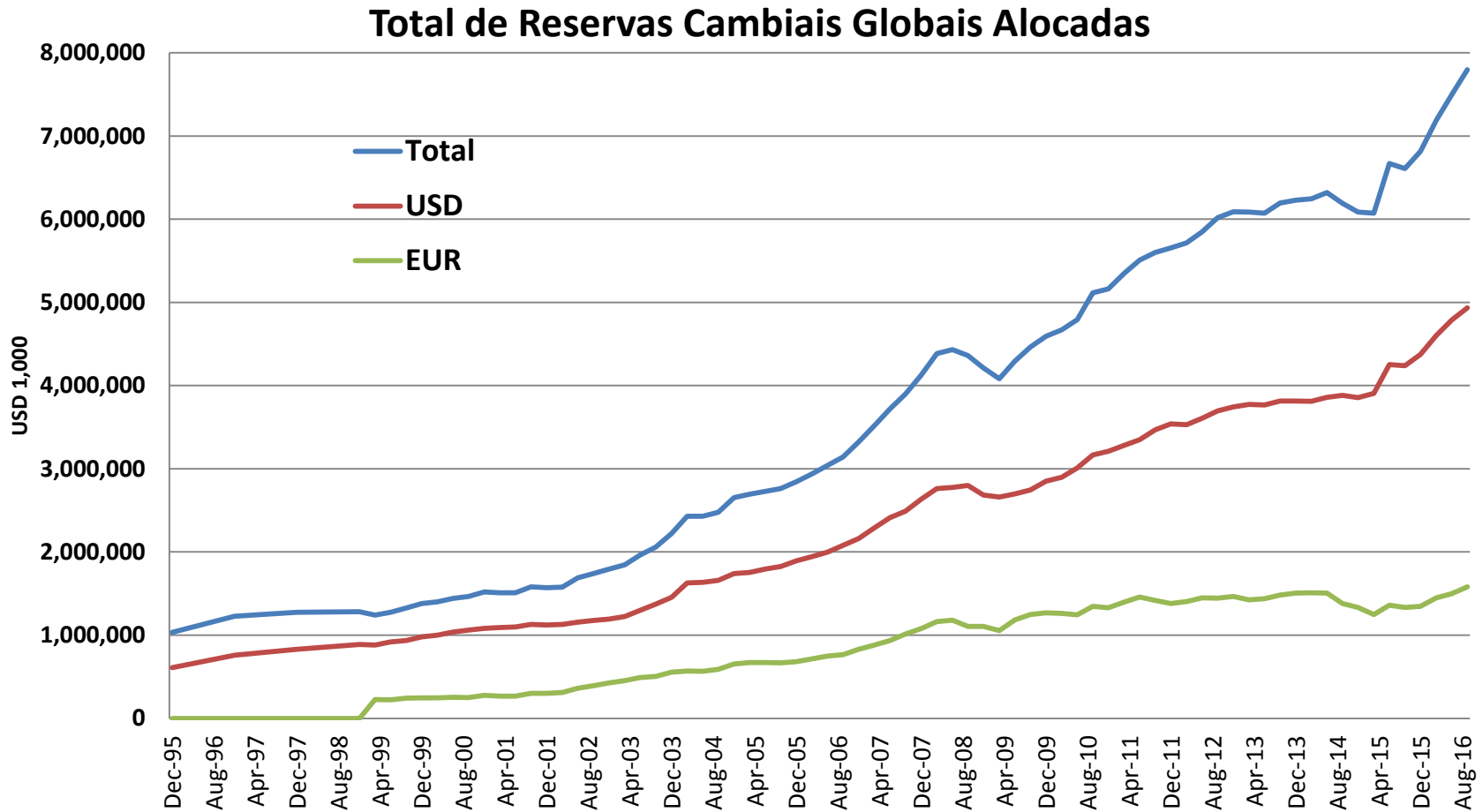
Edmar Bacha (1989)

Plano de Vôo

- Chenery & Bruno (1962): Países em desenvolvimento estão presos numa armadilha de baixa poupança e baixo crescimento. Um dos elementos desse problema é a escassez de divisas, que obriga a constantes interrupções no crescimento
- Bacha (1989): Além dos dois hiatos de Chenery & Bruno, temos também o hiato fiscal que pode estar na origem dos demais problemas.
- O ambiente de liquidez global das últimas décadas permitiu que alguns países emergentes acumulassem uma quantidade significativa de reservas cambiais. Fim dos problemas?
- Eliminada a restrição de divisas, fez-se o teste. O crescimento voltou? Não! O problema é o hiato fiscal! Mas, foi um passo importante para amortecer as paradas súbitas de crescimento em função de crises internacionais e principalmente eliminar a relação direta que havia entre crise do setor externo e crise fiscal (via dívida externa)
- Austrália pode ser um modelo para o Brasil? Câmbio flutuante “limpo” permite que a política monetária ganhe graus de liberdade para focar na economia doméstica
- Resultado do Experimento Australiano: déficits em conta corrente expressivos e ininterruptos desde a década de 70; sem recessão desde 1992; e mais crescimento nas últimas duas décadas do que os modelos alternativos do México e Brasil, por exemplo.
- Custos? Especialização na produção de produtos em que tem vantagens comparativas
- Com câmbio flutuante limpo, ao longo do tempo as reservas se tornarão progressivamente menos importantes

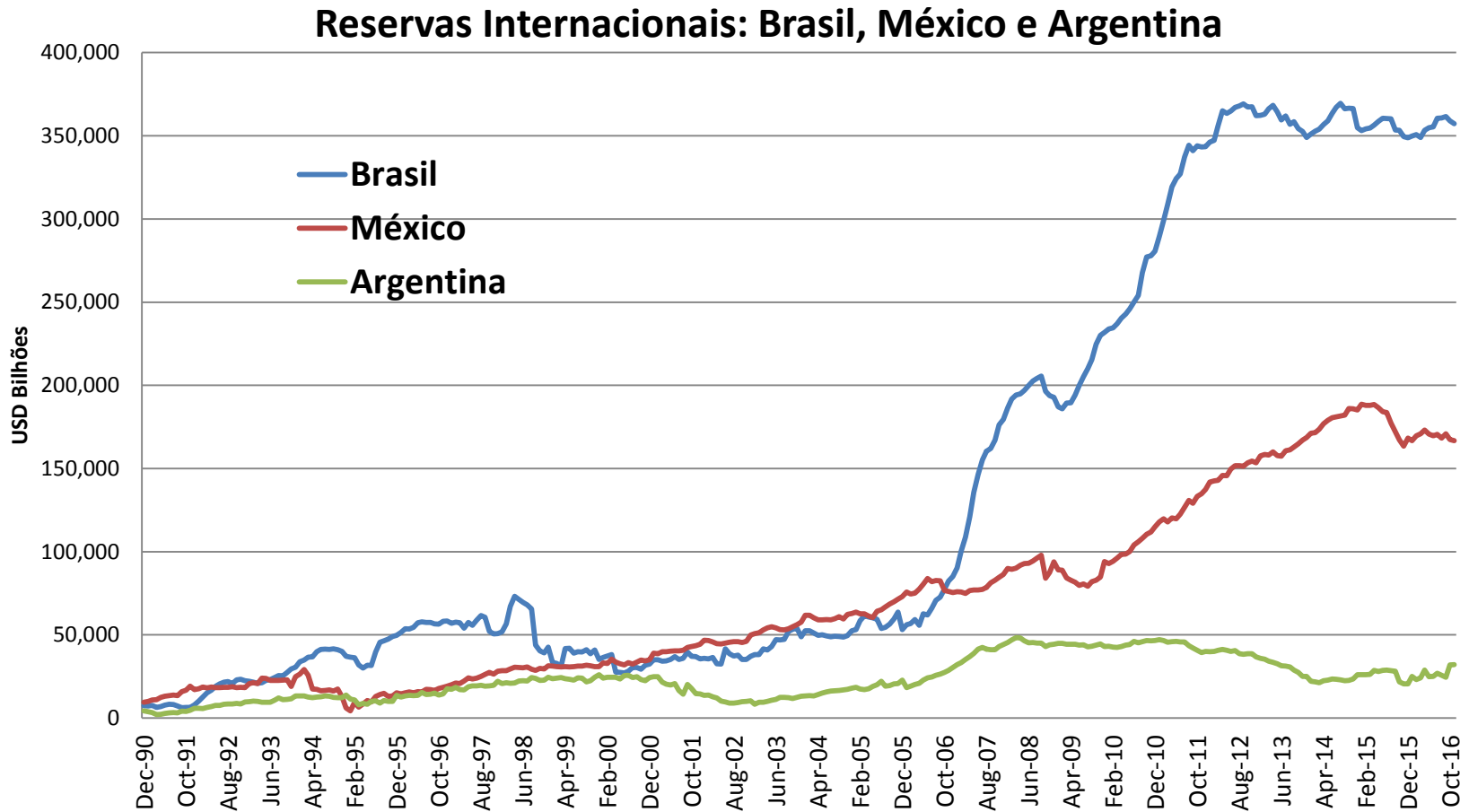
1. O fenômeno global do acúmulo de reservas

Acúmulo de reservas cambiais foi um fenômeno observado em vários países nos últimos 15 anos



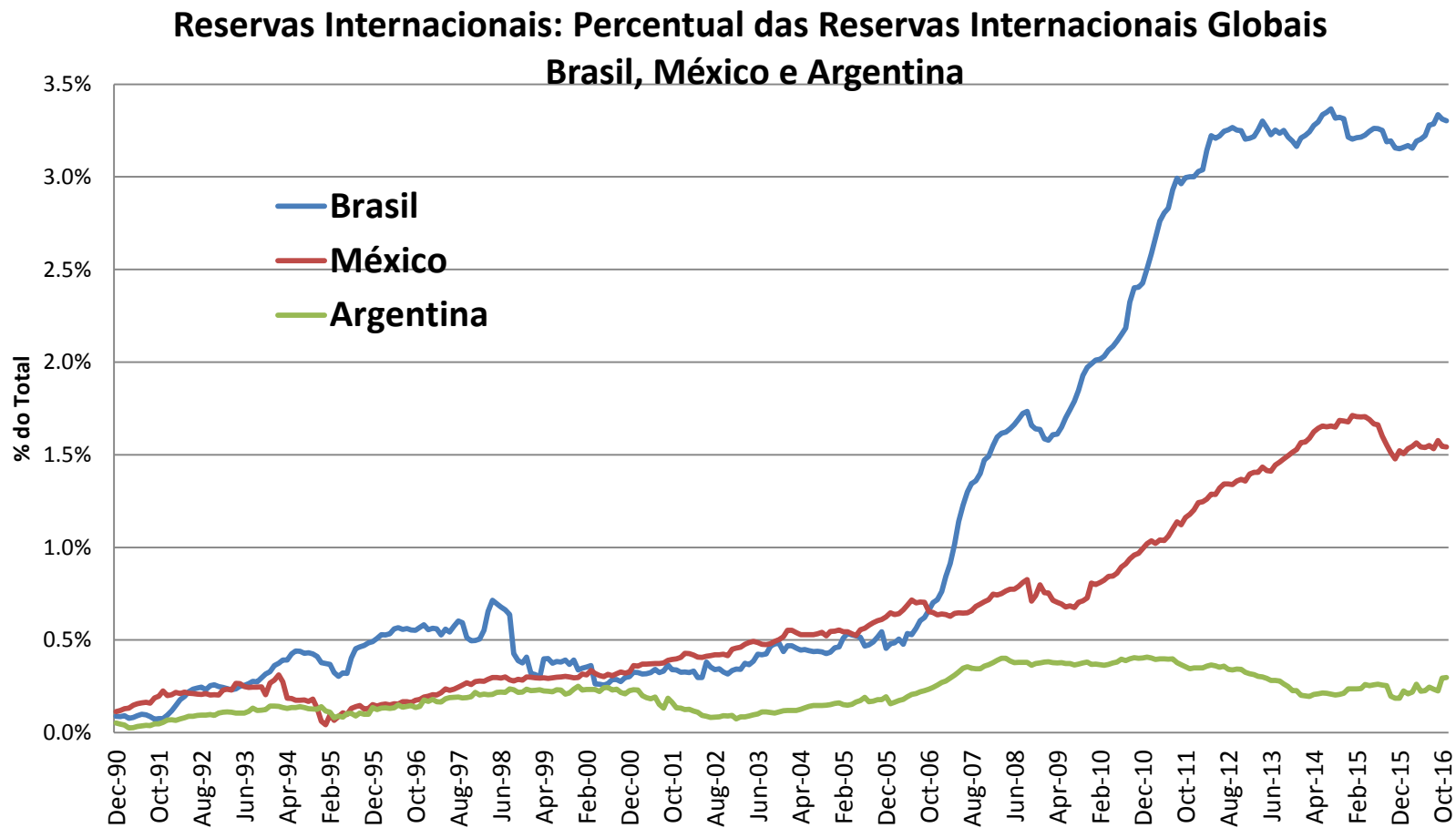
Fonte: IMF, Bloomberg

No caso da América Latina, Brasil e México participaram desse processo. Argentina, não



Fonte: IMF, Bloomberg

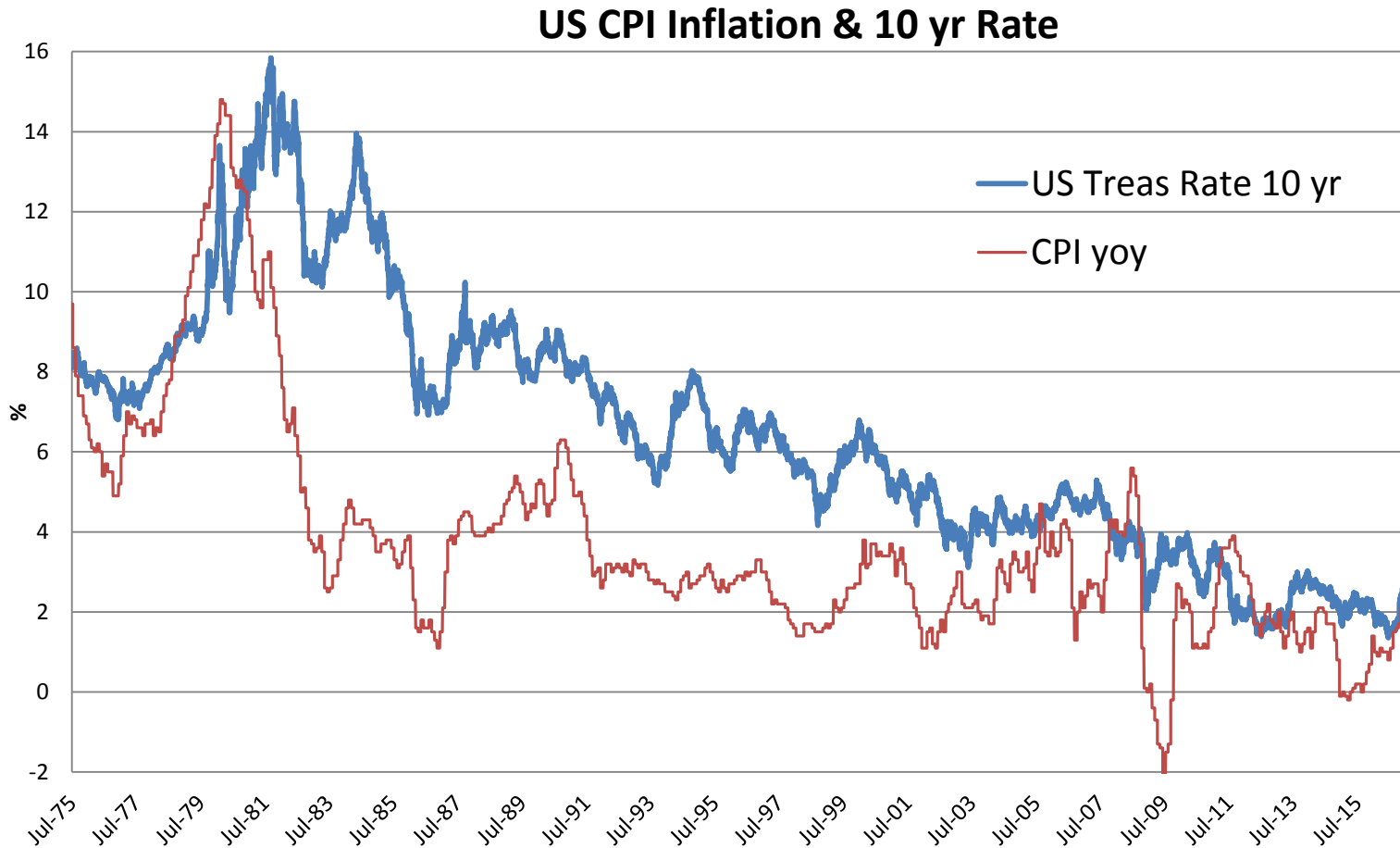
Brasil e México acumularam mais reservas do que a média global, apesar dos déficits em conta corrente



Fonte: IMF, Bloomberg

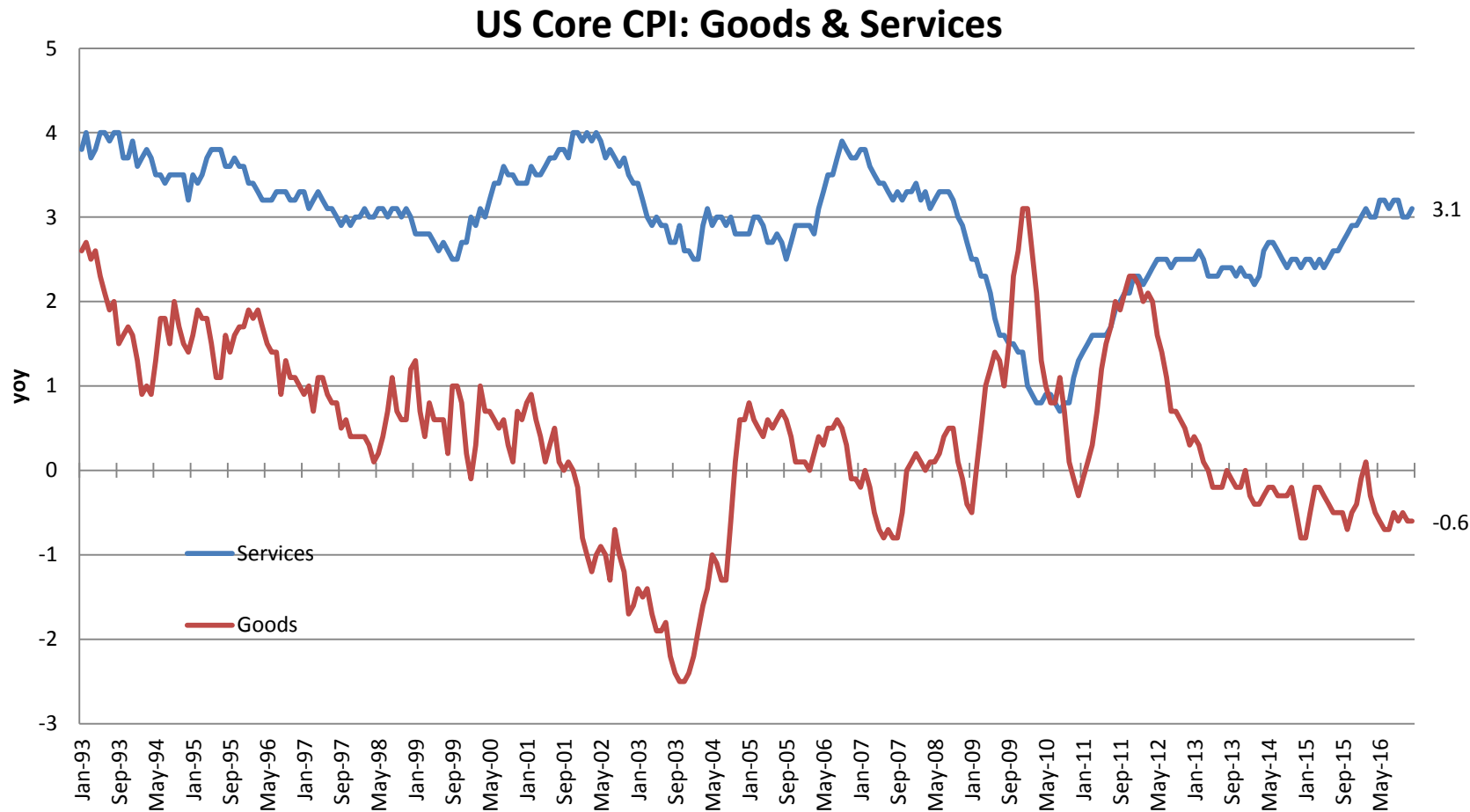
2. O que permitiu esse acúmulo de reservas?

Mundo pós-Volker: Origem da desinflação progressiva e liquidez abundante no G7?



Fonte: Bloomberg

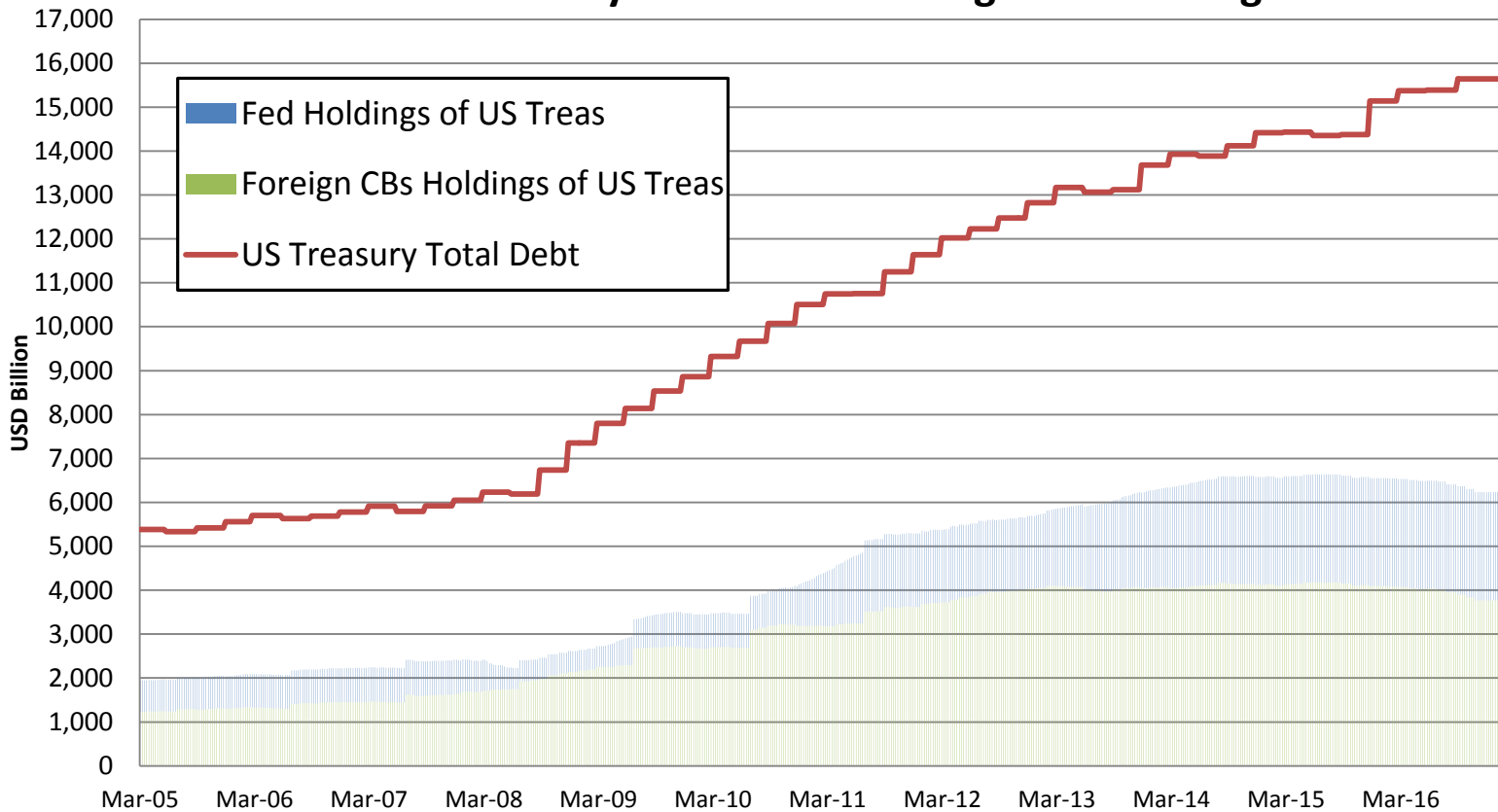
Integração dos asiáticos na economia global também ajudou a manter a inflação sob controle via deflação em produtos *tradables*



Fonte: Bloomberg

Global Savings Glut & QEs: Reciclagem dos superávits em conta corrente e posteriormente compras de ativos pelo Fed Oferta de Bonds vai aumentar? (Mais déficit fiscal no US)

US Treasury Debt: Fed & Foreign CBs Holdings



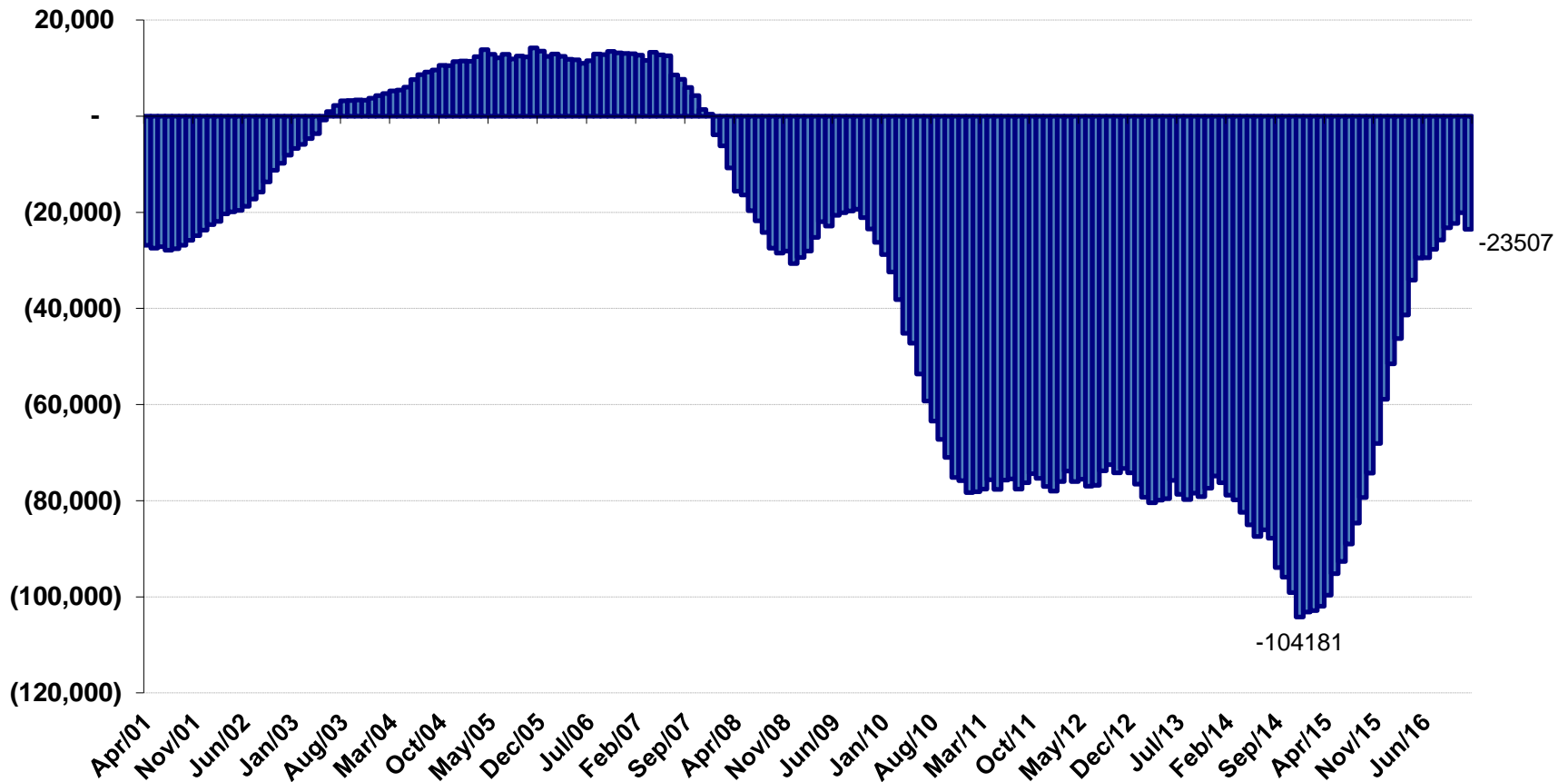
Esse ambiente pode estar perto de acabar?

- Menos free-trade = menos deflação em bens tradables
- Mais inflação = menos QEs, mais juros...
Menos liquidez
- Mais déficit fiscal = mais juros
- Menos free-trade = Menos superávits em conta corrente = menos bancos centrais comprando US Treasuries

3. De onde vieram as reservas do Brasil?

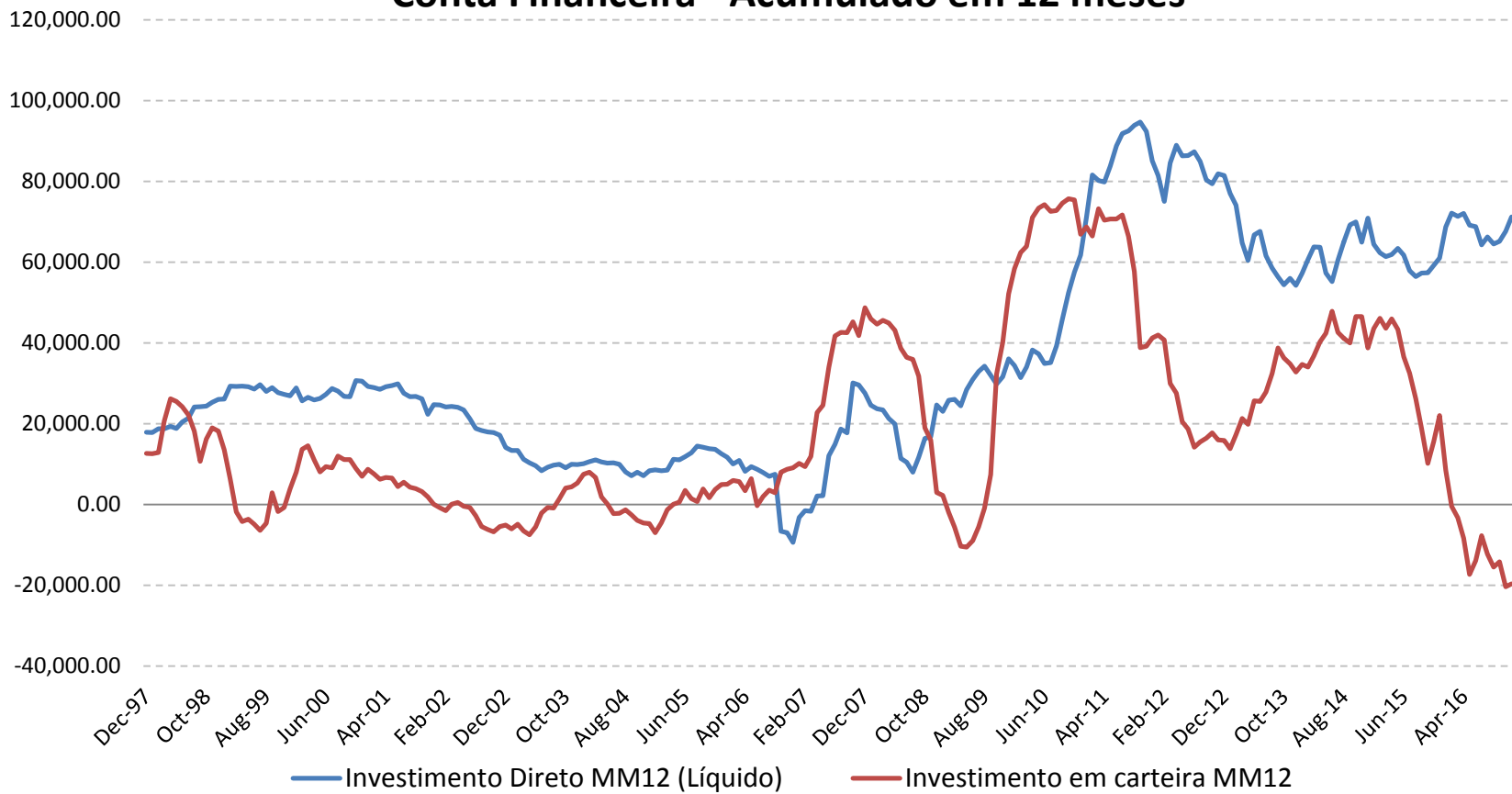
Não veio do superávit com conta corrente, como China, Japão, Coréia do Sul...

Brazil Current Account acc in 12 mths (USD Million)



De onde vieram as reservas? Vieram do FDI e Investimento Estrangeiro em Carteira (Bolsa+ Renda Fixa)

Conta Financeira - Acumulado em 12 meses

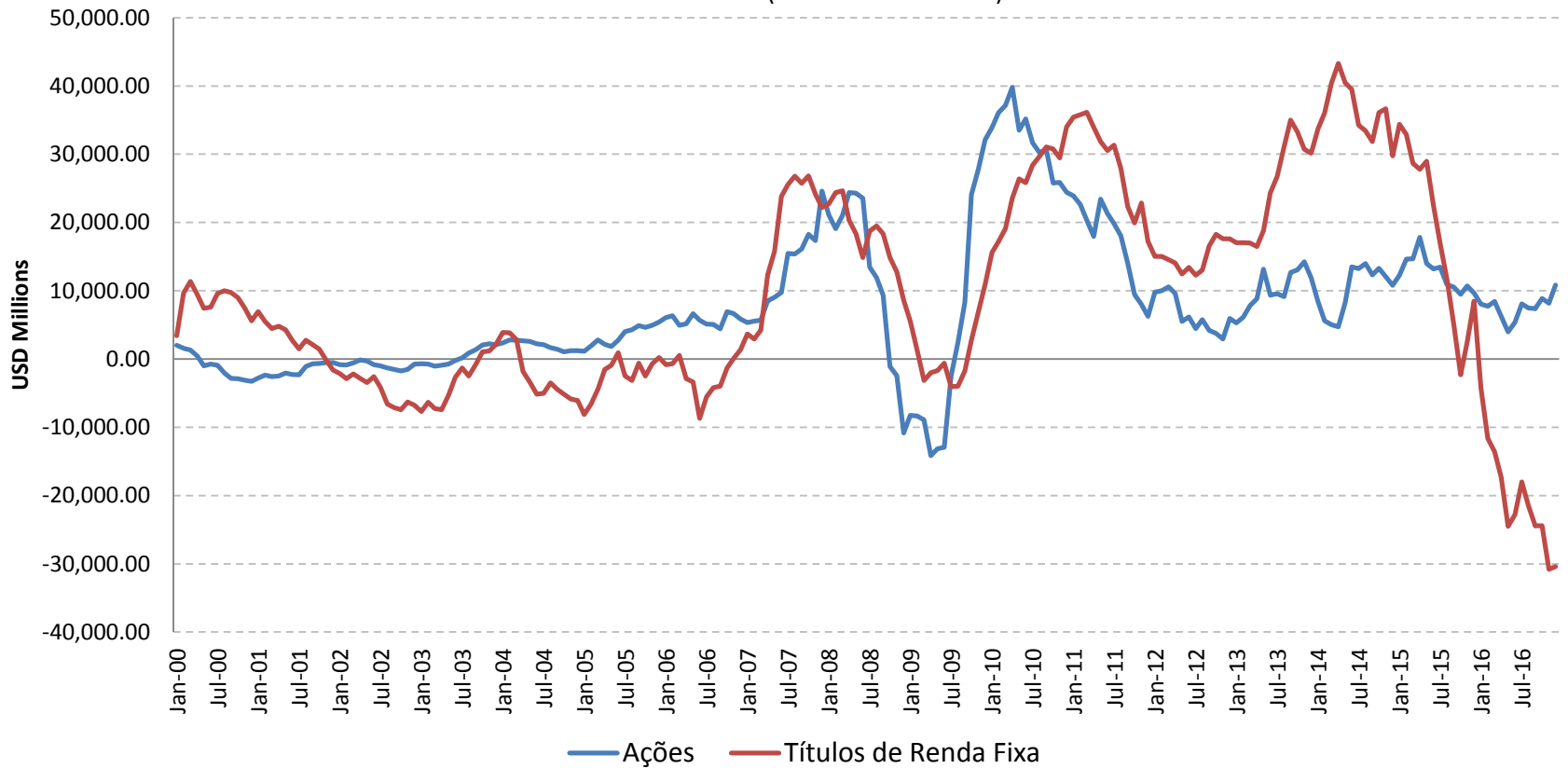


Fonte: Bloomberg, BCB

Investimento Estrangeiro em bolsa ainda segue positivo, mas em renda fixa se tornou negativo

Investimento Estrangeiro em carteira -Abertura

(acum. em 12 meses)



Fonte: Bloomberg, BCB

Qual o “problema” de acumular reservas sem superávit em conta corrente? Acúmulo de um significativo Passivo Externo Líquido. Mas, felizmente, pouco hedgeado.

Quadro XXXII – Demonstrativo integrado da posição de investimento internacional

US\$ milhões

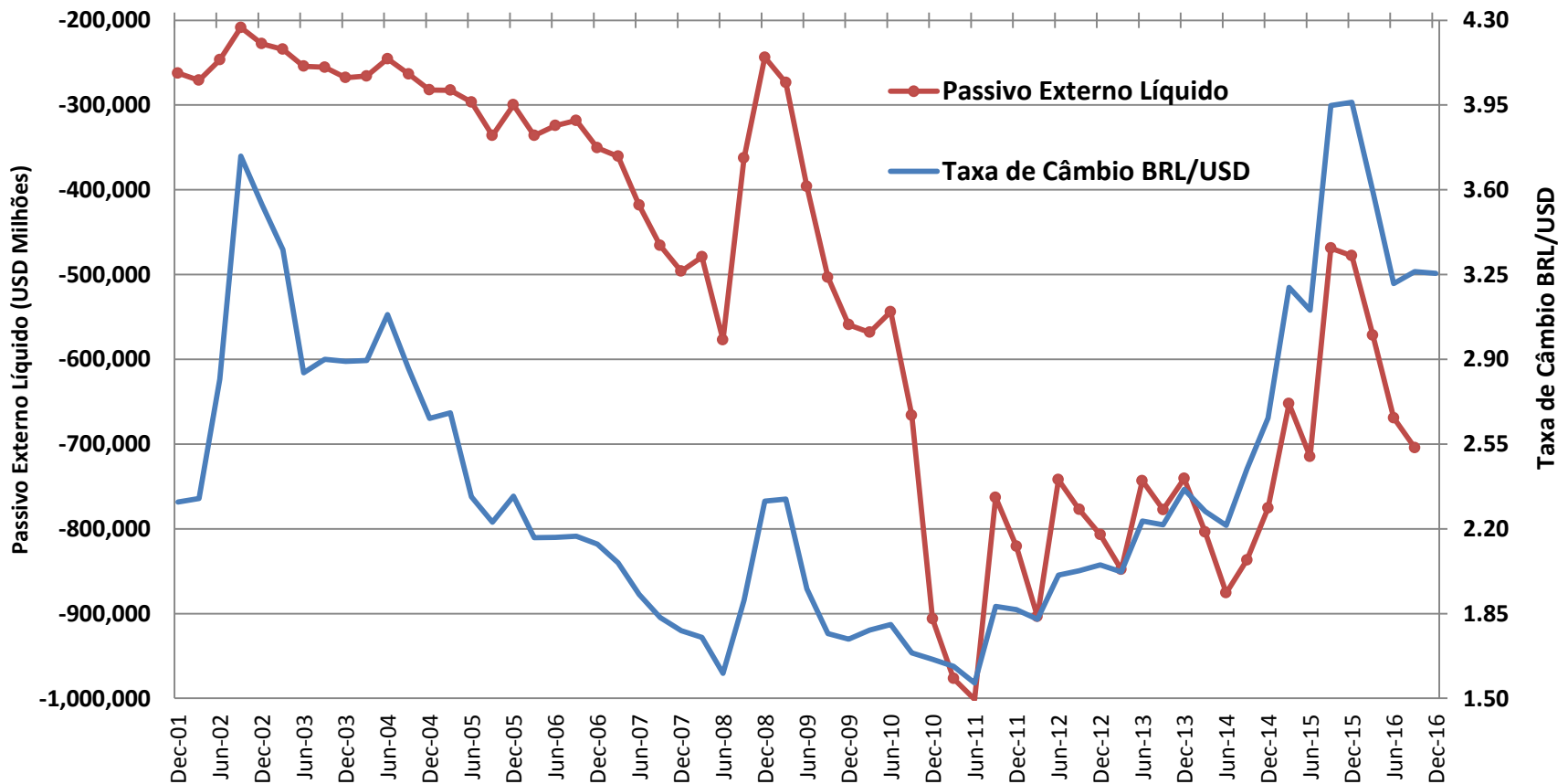
| Discriminação | Estoque em 2013 ^{1/} | Transações - conta financeira do BP | Variações de preço e paridades | Demais variações | Estoque em 2014 ^{1/} |
|--|-------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------|------------------|-------------------------------|
| Posição de investimento internacional | -740 736 | -101 050 | 119 793 | -53 560 | -775 553 |
| Ativos | 759 523 | 82 293 | - 6 086 | - 69 343 | 766 387 |
| Investimento direto | 300 791 | 26 040 | ... | - 27 083 | 299 748 |
| Investimento em carteira | 25 437 | 2 820 | ... | - 16 | 28 241 |
| Derivativos financeiros | 647 | - 7 614 | ... | 7 577 | 609 |
| Outros investimentos | 73 841 | 50 215 | 3 | - 49 821 | 74 238 |
| Ativos de reservas | 358 808 | 10 833 | - 6 090 | 0 | 363 551 |
| Passivos | 1 500 259 | 183 343 | - 125 880 | - 15 783 | 1 541 940 |
| Investimento direto | 741 436 | 96 895 | - 96 531 | - 2 599 | 739 201 |
| Investimento em carteira | 554 249 | 41 527 | - 26 969 | - 42 451 | 526 356 |
| Derivativos financeiros | 6 296 | - 9 182 | ... | 40 871 | 37 984 |
| Outros investimentos | 198 279 | 54 103 | - 2 380 | - 11 603 | 238 399 |

^{1/} Dados preliminares.

Fonte: BCB

Com câmbio flexível, passivo externo líquido se contrai quando câmbio desvaloriza

Brasil: Passivo Externo Líquido e Taxa de Câmbio



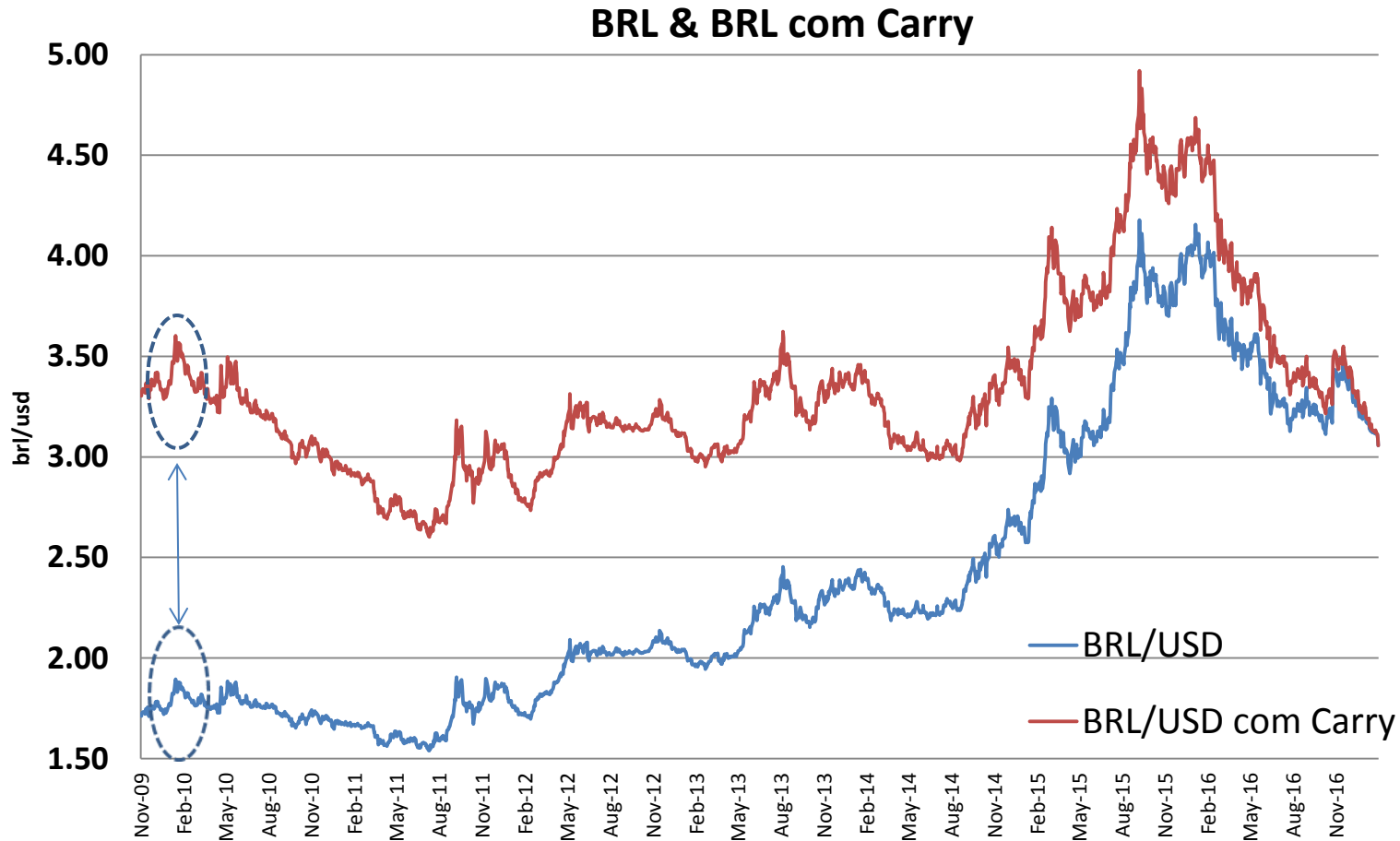
Fonte: Bloomberg, BCB

Faz sentido investimentos estrangeiros com pouco hedge?
Custo de fazer hedge é elevado. A médio prazo, juros/retorno-do-
investimento compensam a desvalorização



Fonte: Bloomberg

Exemplo: Quem comprou USD a R\$1,90 no início de 2010 só estaria ganhando dinheiro hoje se o Real estivesse acima de R\$3,50

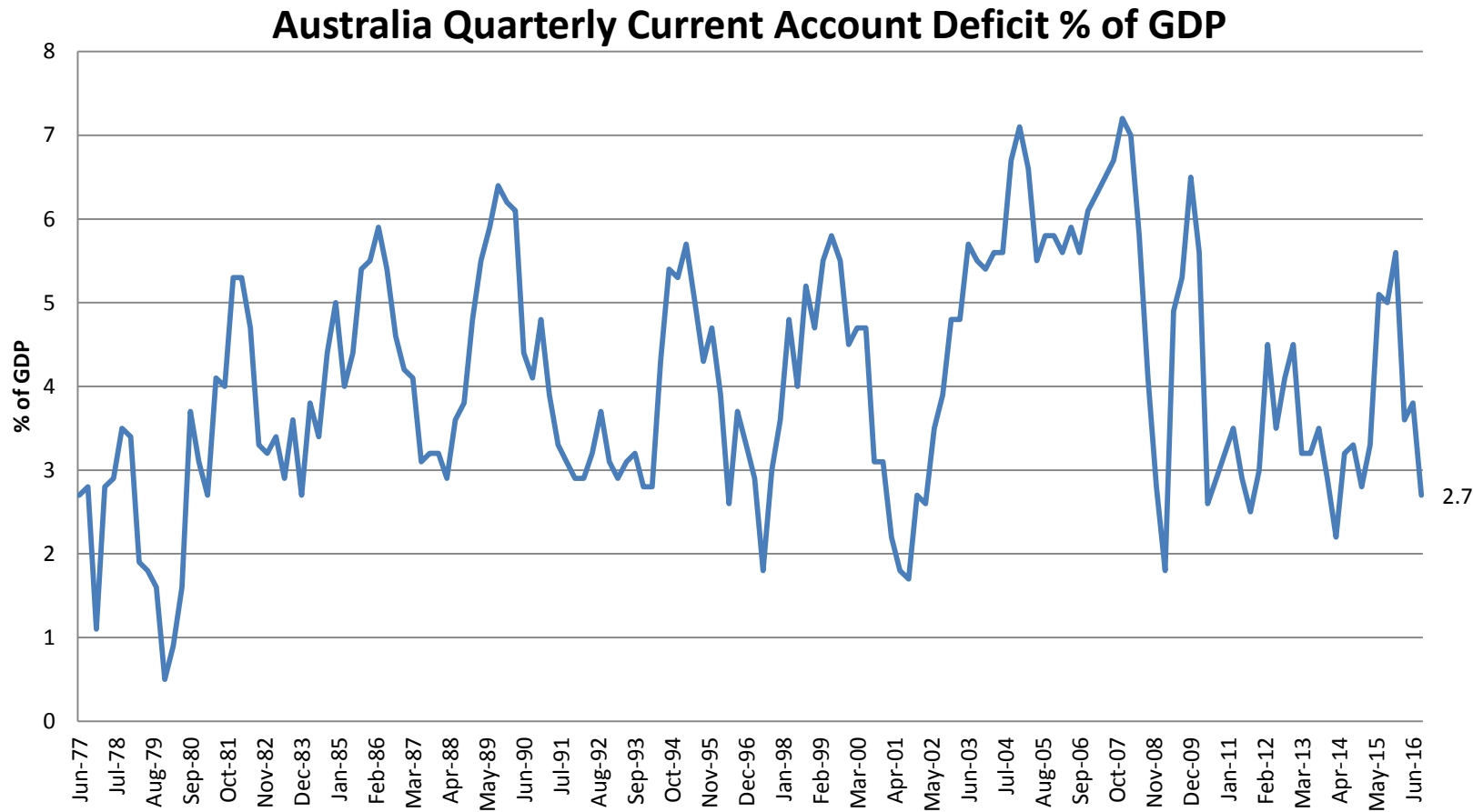


Fonte: Bloomberg, BCB

4. Será que o Modelo Australiano é adequado ao Brasil?

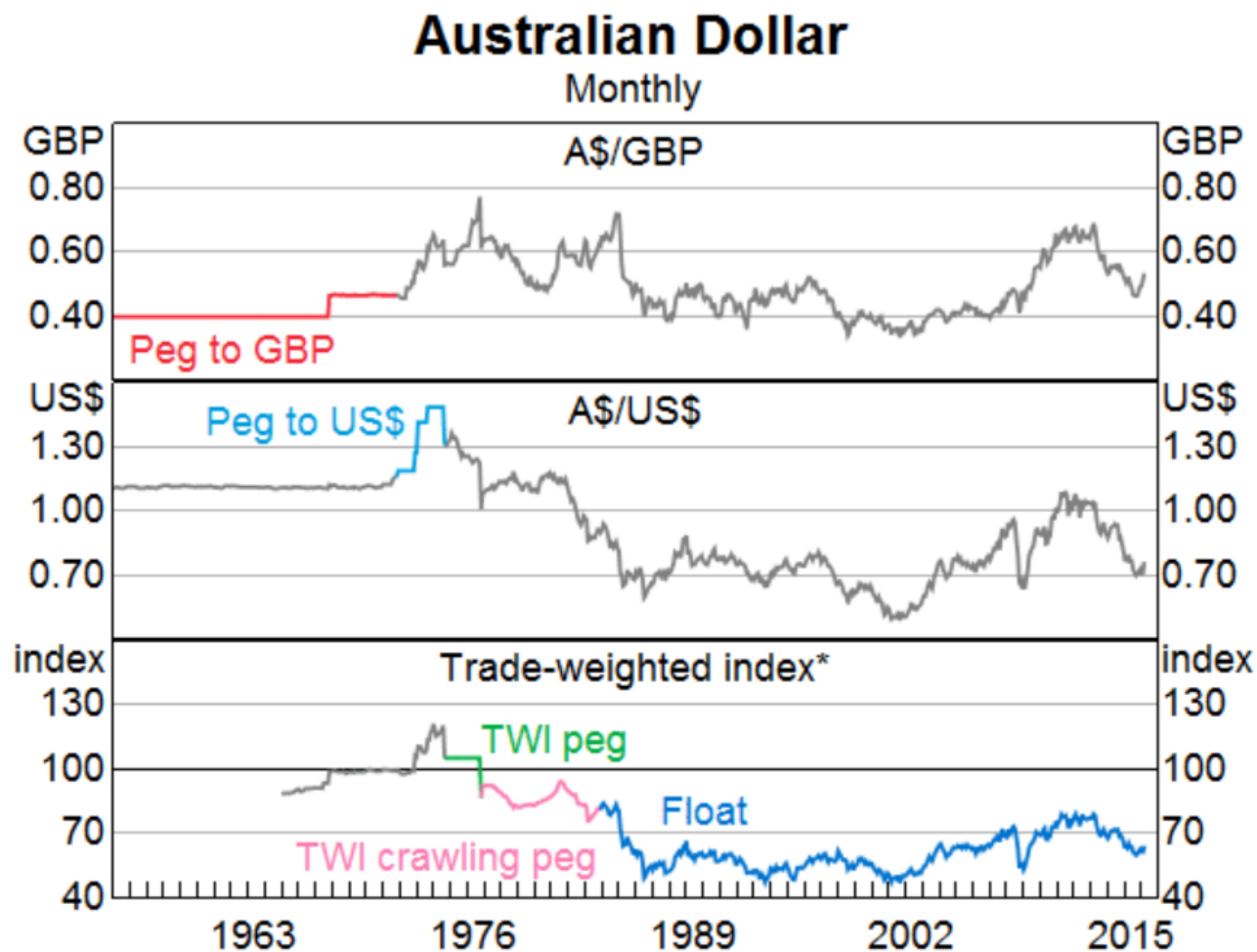
- O que é o modelo australiano?

Elevados (e ininterruptos) déficits em conta corrente desde a década de 70



Fonte: Bloomberg

Câmbio Flutuante desde 1983



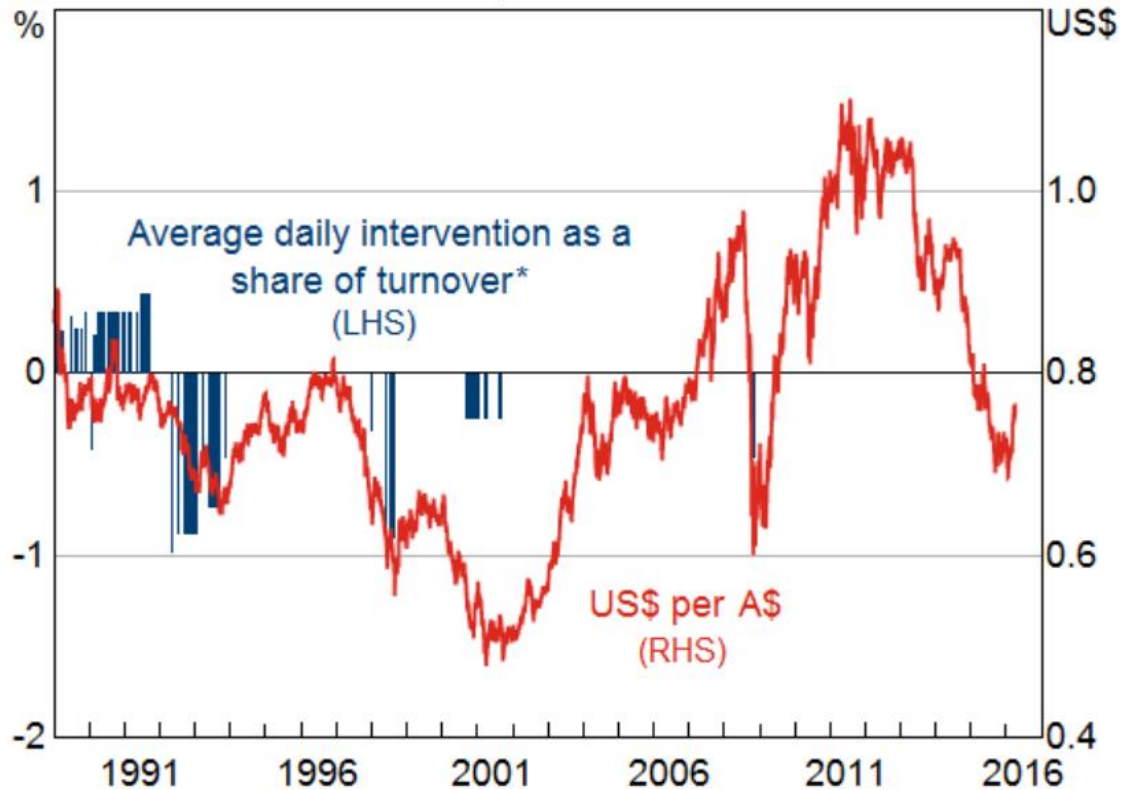
* May 1970 = 100

Fonte: RBA

Intervenções no mercado de câmbio foram se tornando mais escassas.

Hoje são muito baixas

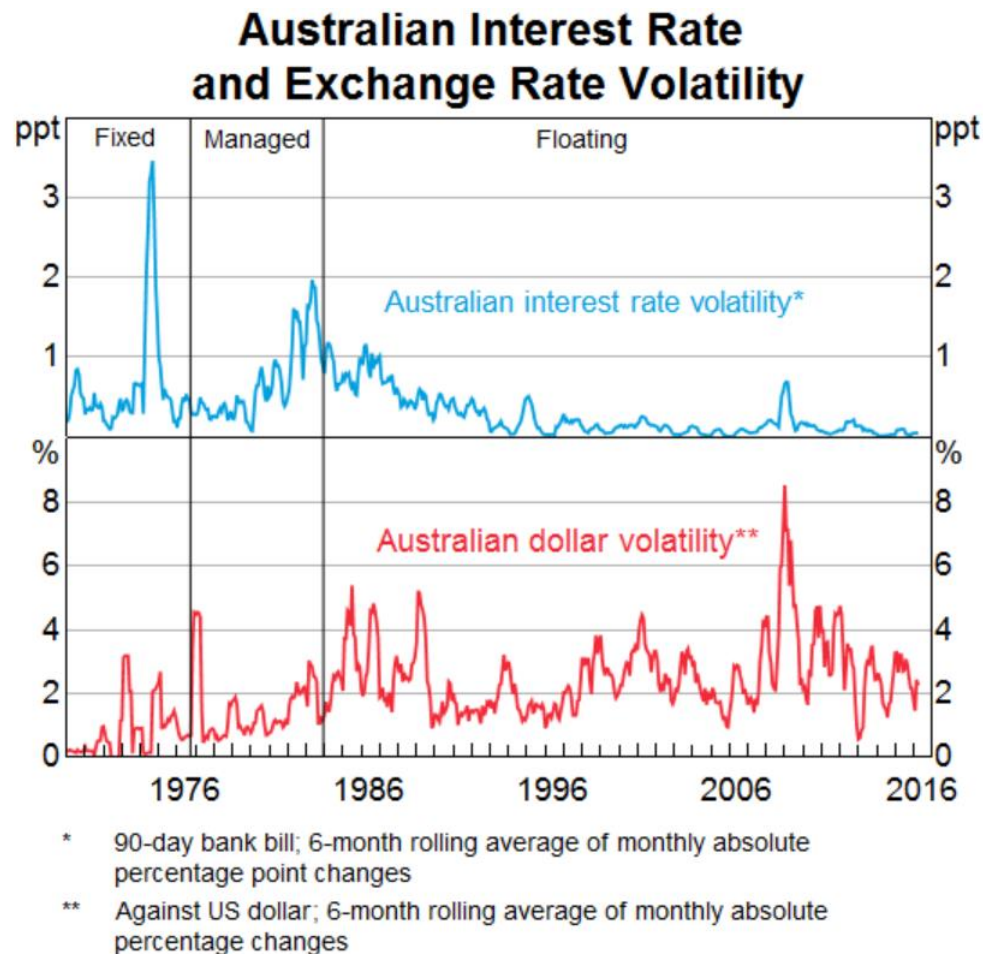
RBA Foreign Exchange Intervention Episodes from 1989



* Data up to 30 June 2015; a positive value indicates a purchase of foreign exchange, while a negative value indicates a sale of foreign exchange

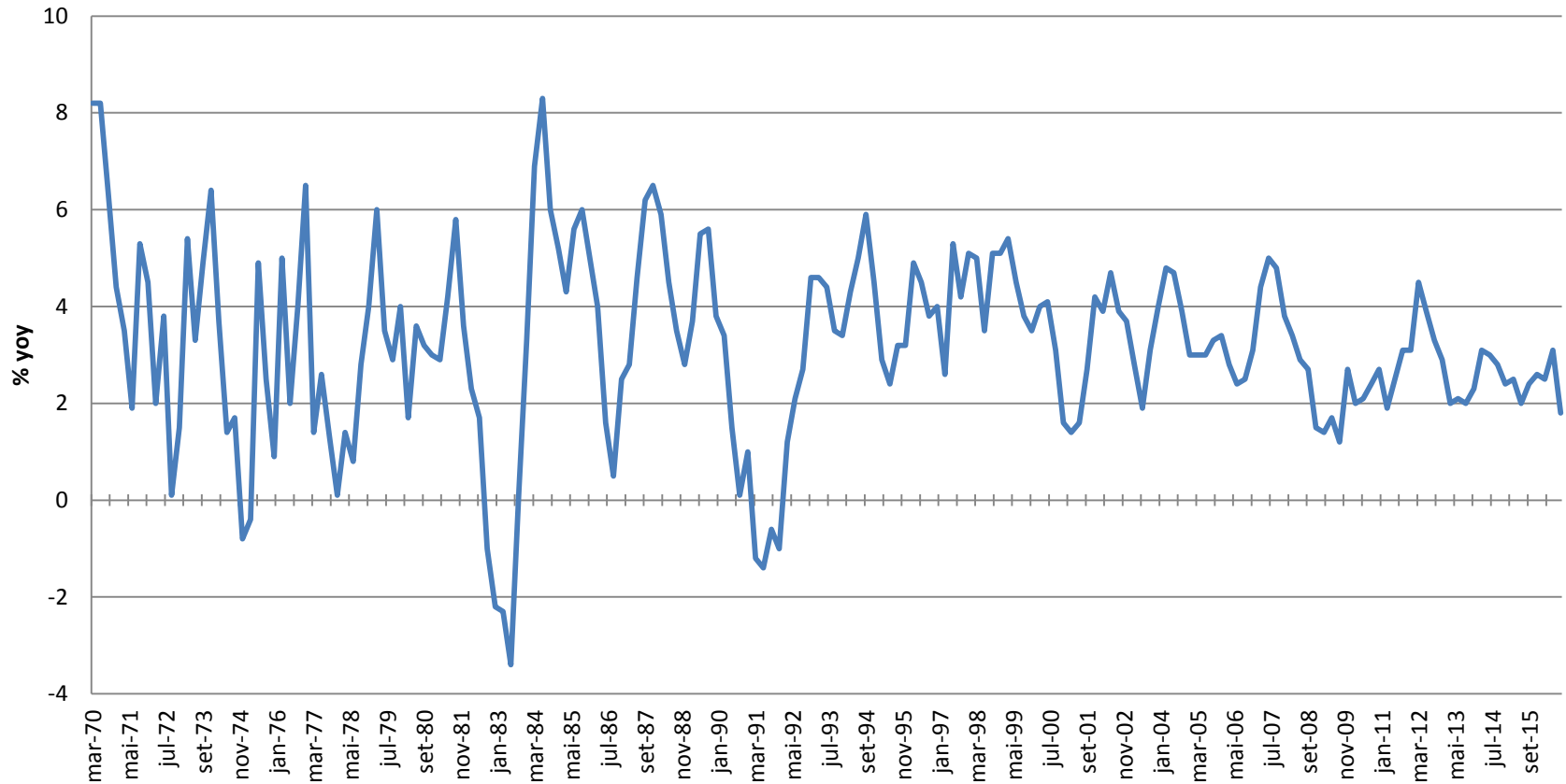
Fonte: RBA

Como esperado, a volatilidade se transferiu da taxa de juros para a taxa de câmbio.



Resultado: Austrália sem recessão desde 1992

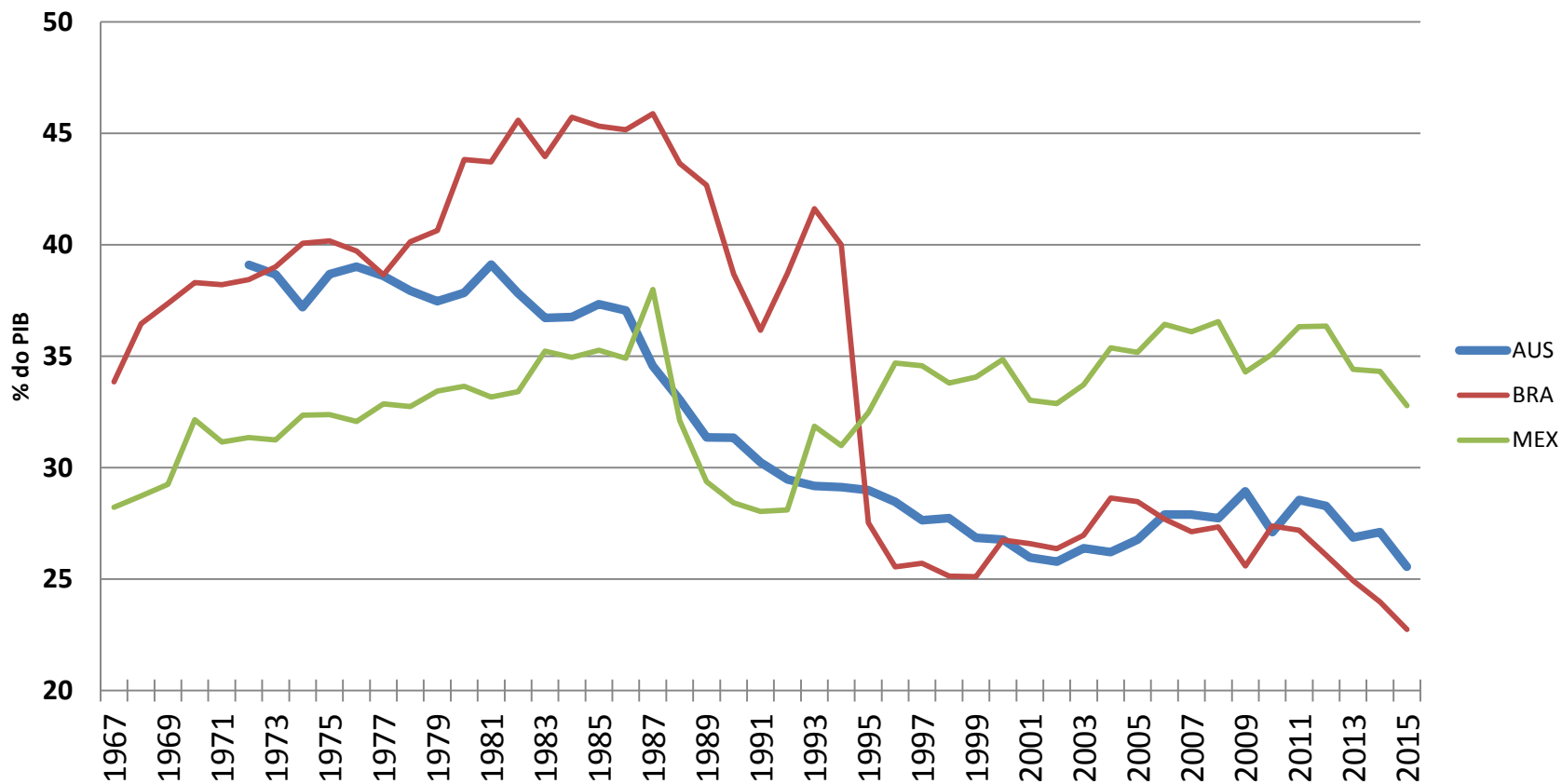
Australia GDP Growth yoy



Fonte: Bloomberg

Custos: Queda na Participação da Indústria

Participação do Valor Agregado na Indústria no Total do PIB

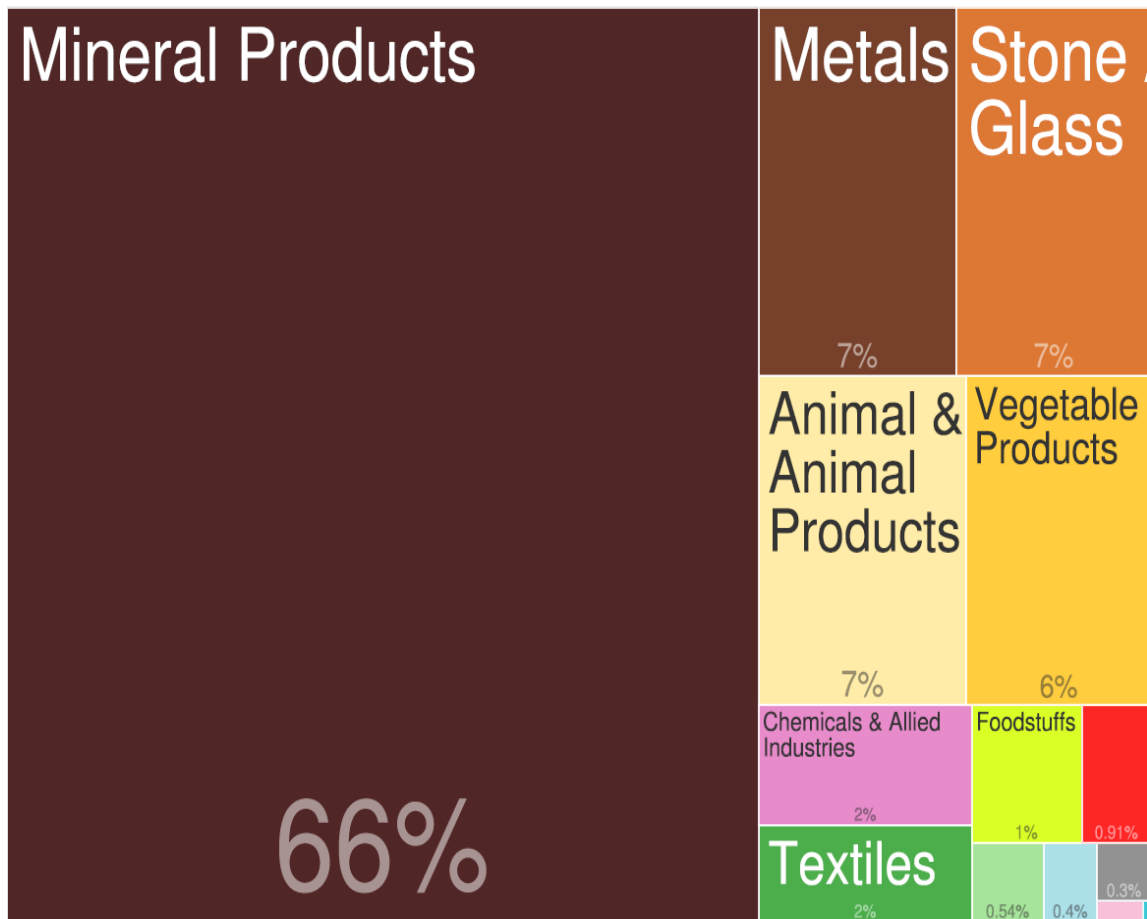


E especialização nas Vantagens Comparativas

Austrália:

Composição das Exportações Líquidas em 2014

\$202B USD



Fonte: Hausman & Hidalgo, The Atlas of Economic Complexity

Adam Smith ou Krugman?

Brasil:

Composição das Exportações Líquidas em 2014

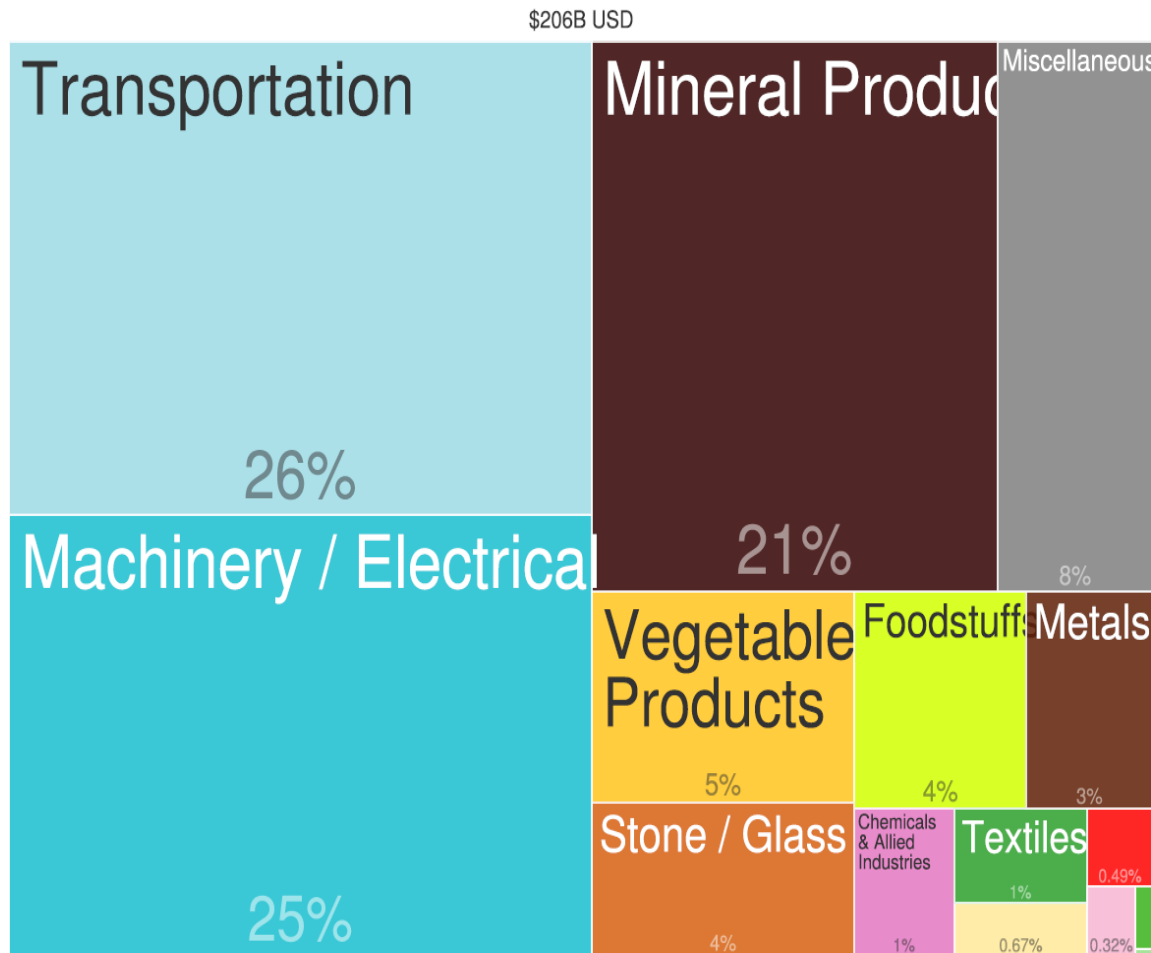


Fonte: Haussman & Hidalgo, The Atlas of Economic Complexity

Adam Smith ou Krugman?

México:

Composição das Exportações Líquidas em 2014

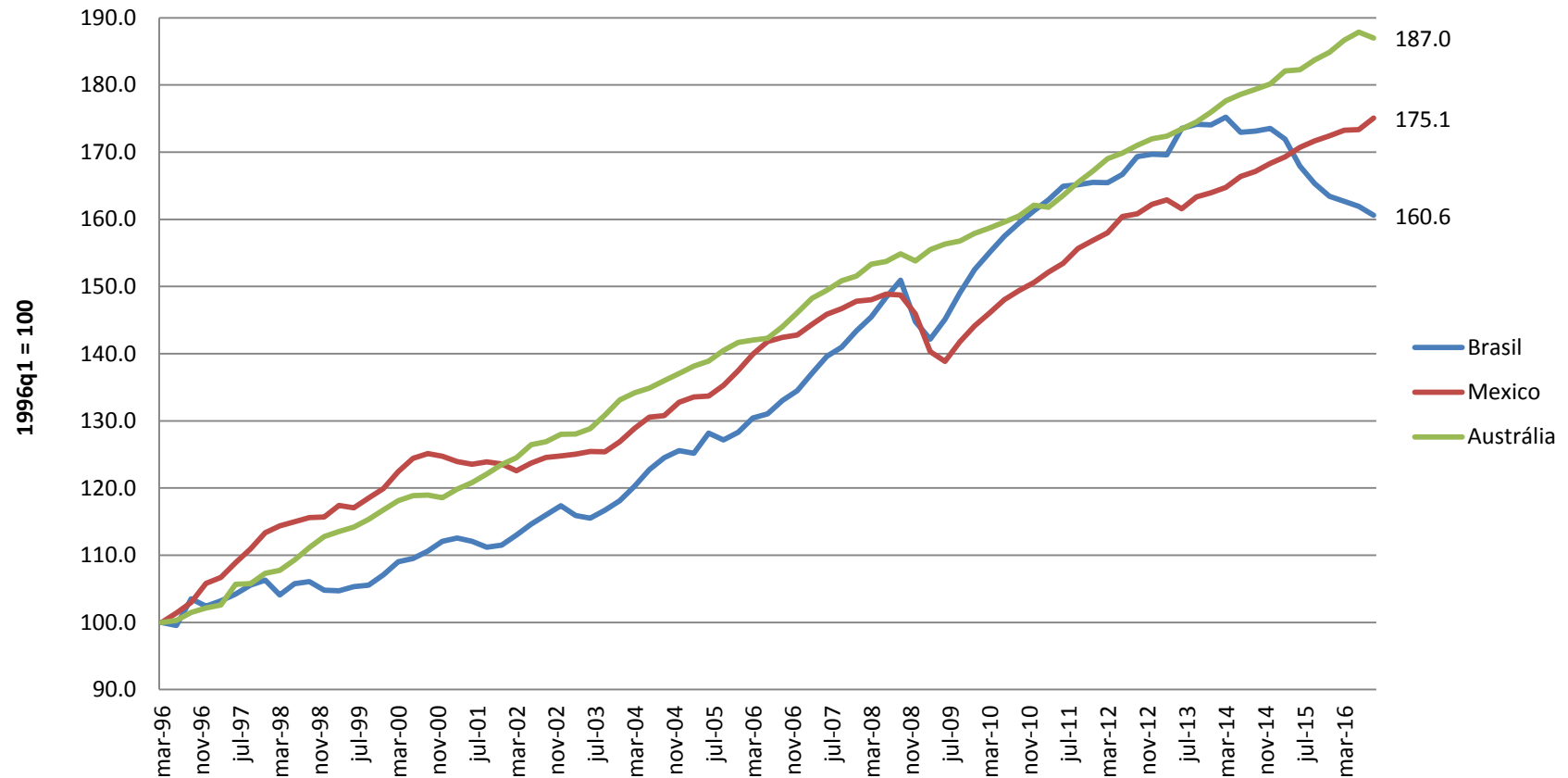


Fonte: Haussman & Hidalgo, The Atlas of Economic Complexity

Adam Smith ganhou!

Ao longo dos últimos 20 anos, o modelo Australiano foi o que mais entregou crescimento

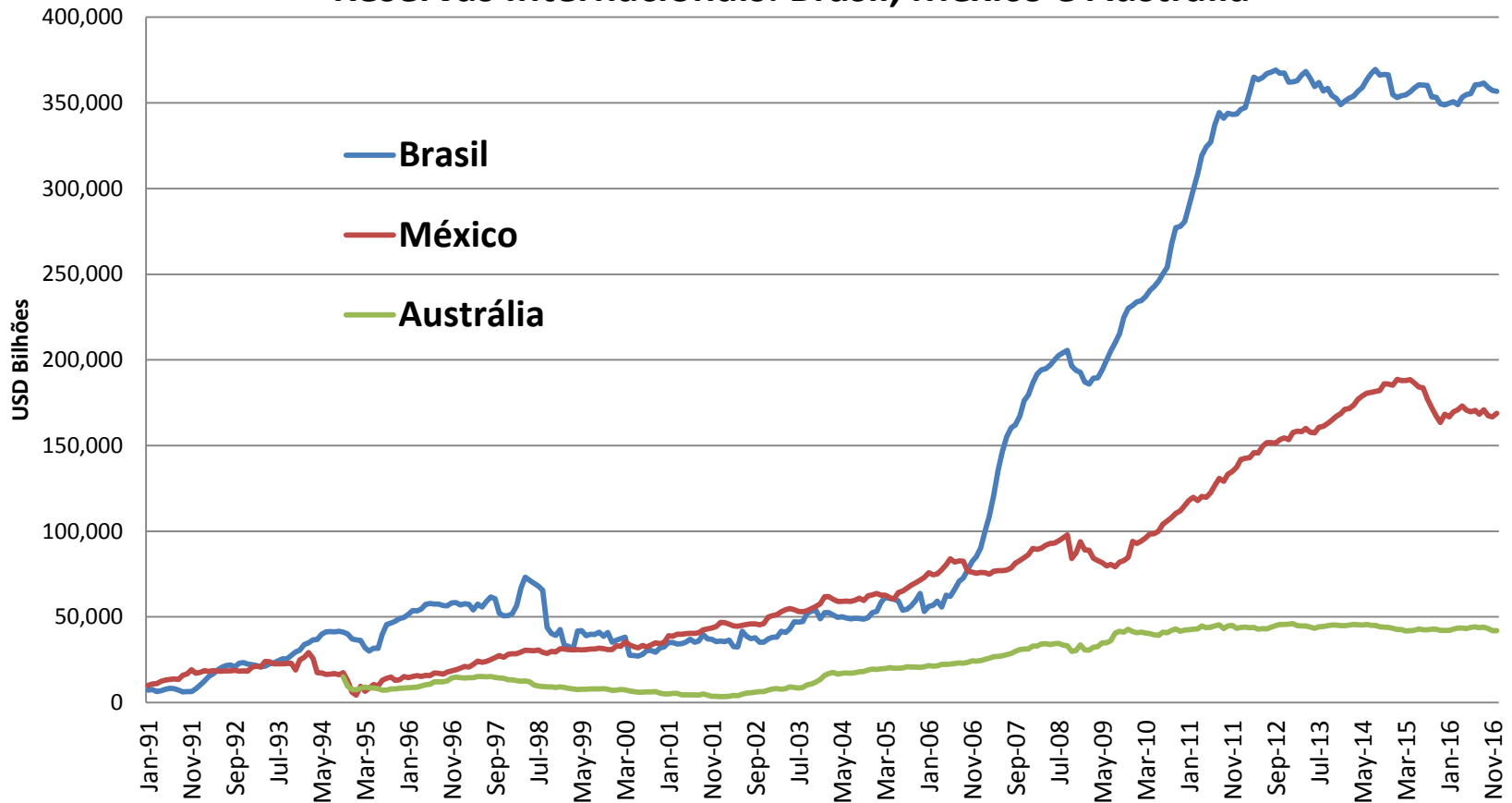
PIB Real: Austrália, Brasil e México



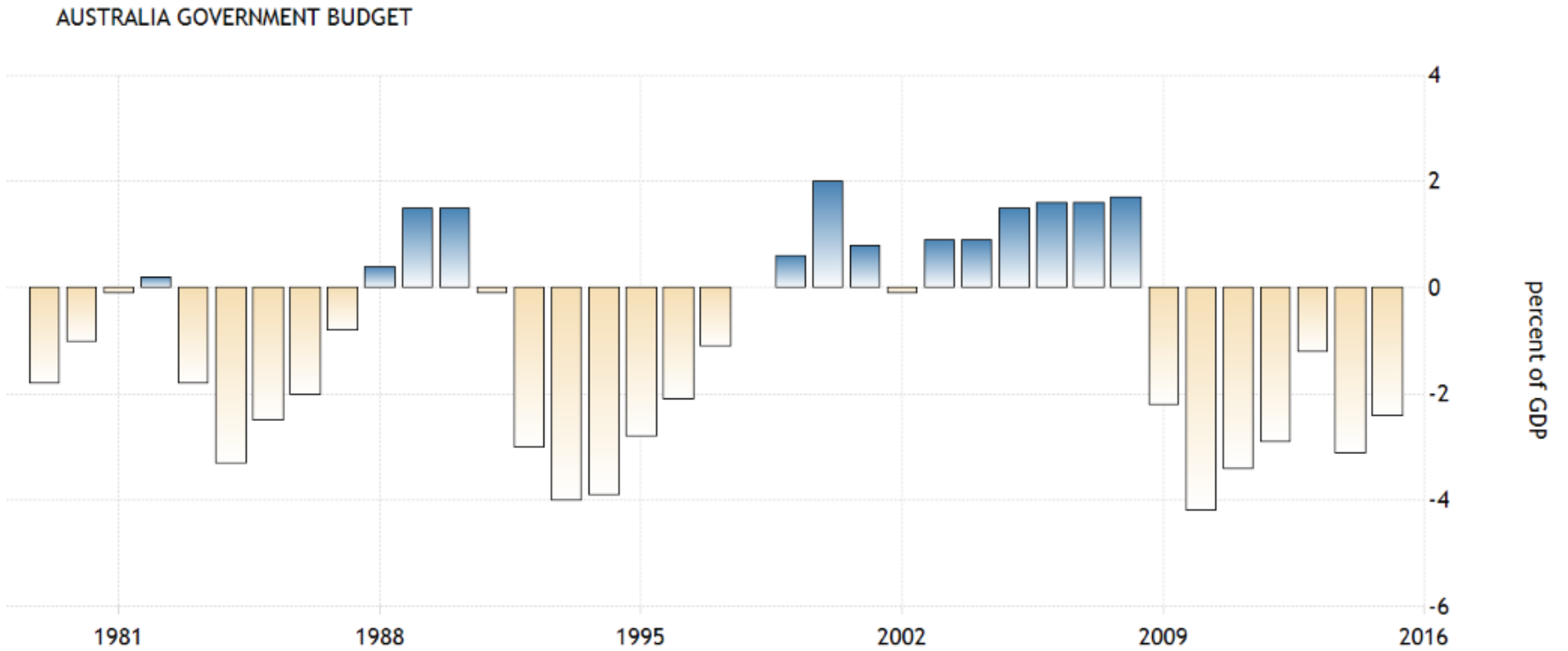
Fonte: Bloomberg

Tudo isso com poucas reservas cambiais...

Reservas Internacionais: Brasil, México e Austrália



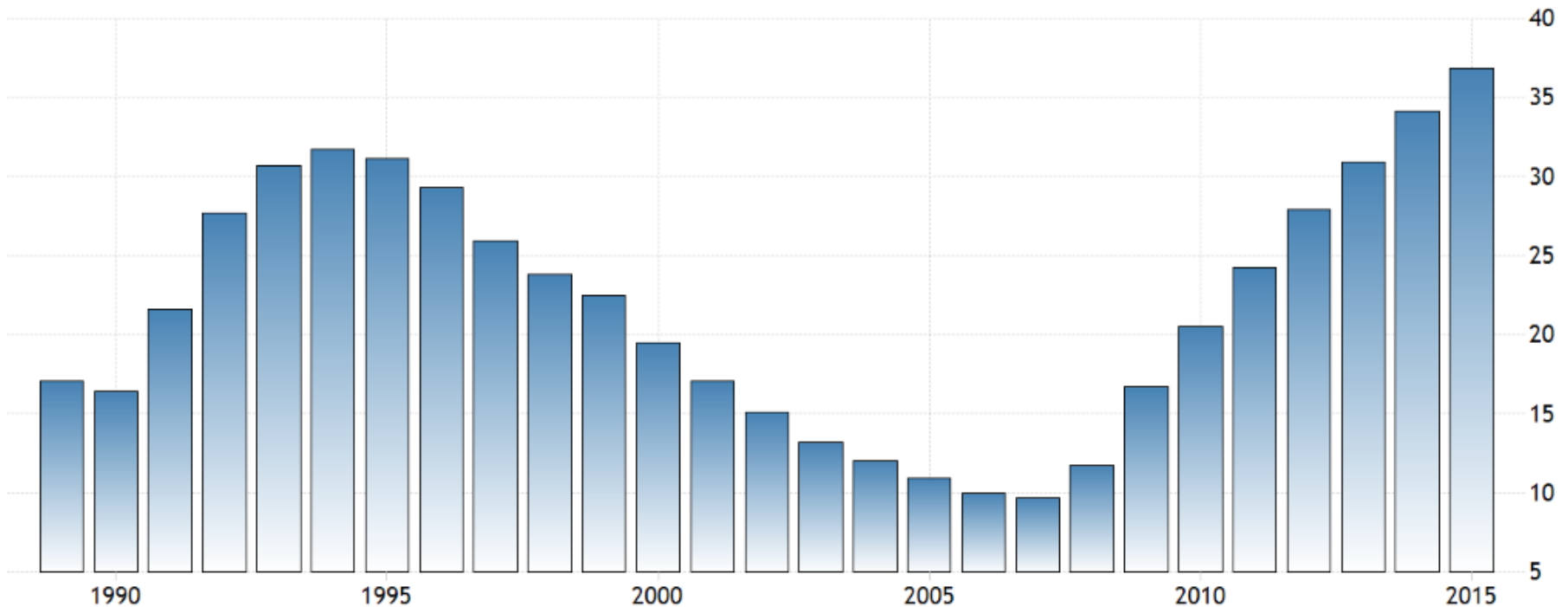
...Mas equilíbrio fiscal, incluindo frequentes superávits fiscais nominais...



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | AUSTRALIAN GOVERNMENT, ADB

...e pouca dívida pública

AUSTRALIA GOVERNMENT DEBT TO GDP



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | AUSTRALIAN OFFICE OF FINANCIAL MANAGEMENT (AOFM)

A morte e a morte da restrição de divisas

(Contábil e Ideológica)

- Restrição de divisas era um fetiche, uma desculpa para a falta de crescimento dos emergentes?
- Acúmulo de divisas teve, sim, um importante papel de separar contas fiscais das contas externas
- Mas reservas por si só não trouxeram o crescimento, como alertava Bacha(1989). O importante é o hiato fiscal.
- Reservas podem pavimentar uma transição suave rumo a uma flutuação livre da taxa de câmbio
- Com flutuação limpa, política monetária ganha mais graus de liberdade para focar nos componentes domésticos, reduzindo ainda mais a dependência da política monetária global
- Austrália pode ser um modelo para o Brasil?