

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

2ª aula “Fluxos de capitais para economias emergentes e implicações de política”

UNESP Araraquara, 29/05/2015

Luiz Fernando de Paula

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

Fluxo de ks para países emergentes

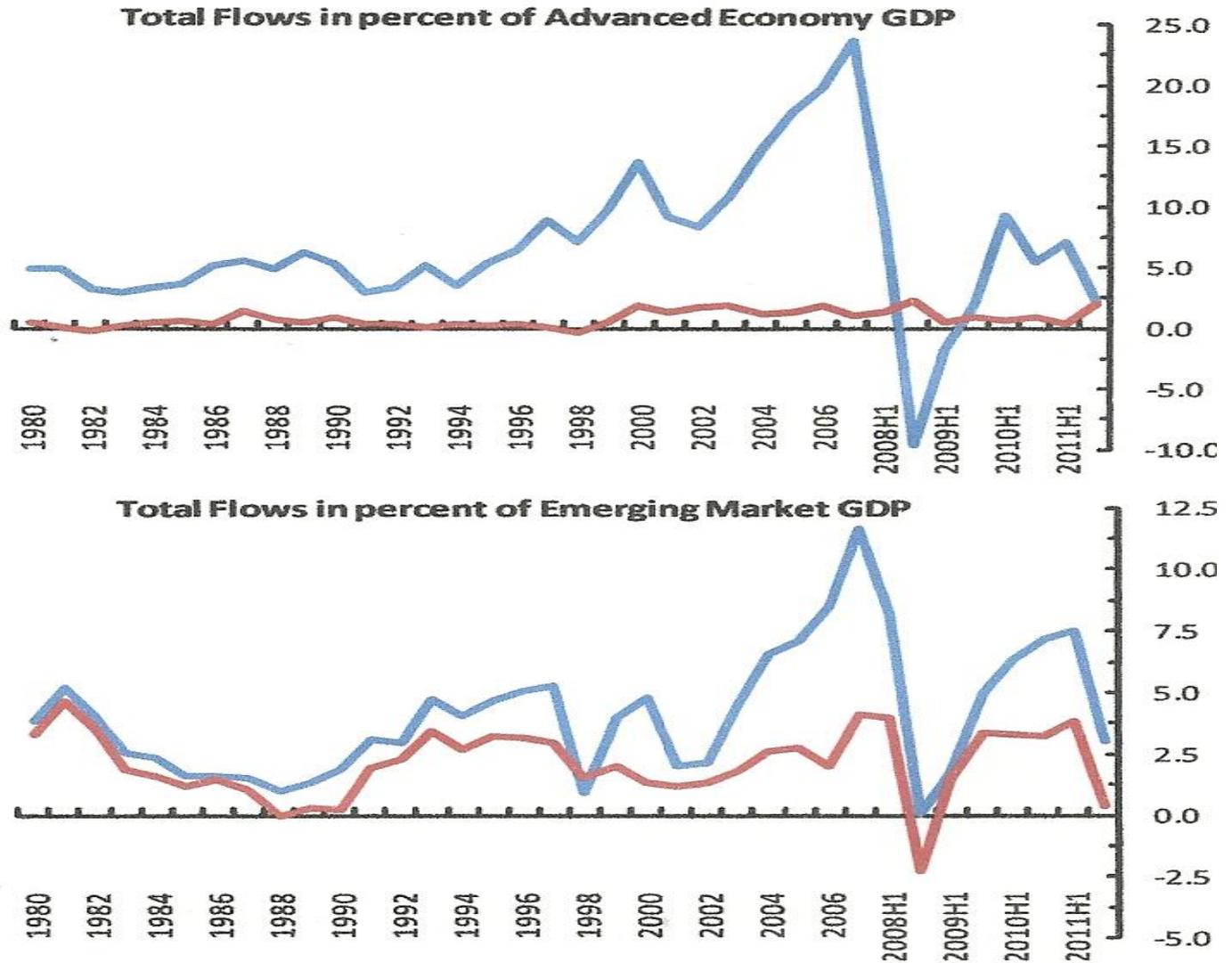
- Caráter pró-cíclico dos fluxos de ks.
- Instabilidade dos fluxos de ks.
- Maior propensão a crises?
- Redução do grau de liberdade da política econômica e pressão sobre tx cambio.
- O que fazer?

Instabilidade macro...

- “Grandes surtos de entrada de ks podem levar a uma forte pressão para cima na taxa de câmbio e contribuir para o sobreaquecimento econômico, aumentando desequilíbrios em conta corrente assim como resultando em pressões inflacionárias e bolhas de preços de ativos na medida em que a apreciação na taxa de câmbio nominal é atenuada e a esterilização monetária não é feita ou é pouco efetiva. O setor financeiro geralmente desempenha um importante papel em amplificar essas bolhas de preços de ativos, e pode exacerbar ciclos macroeconômicos”(Ghosh, 2010, p.2).

Figure 1. Cross Border Capital Flows

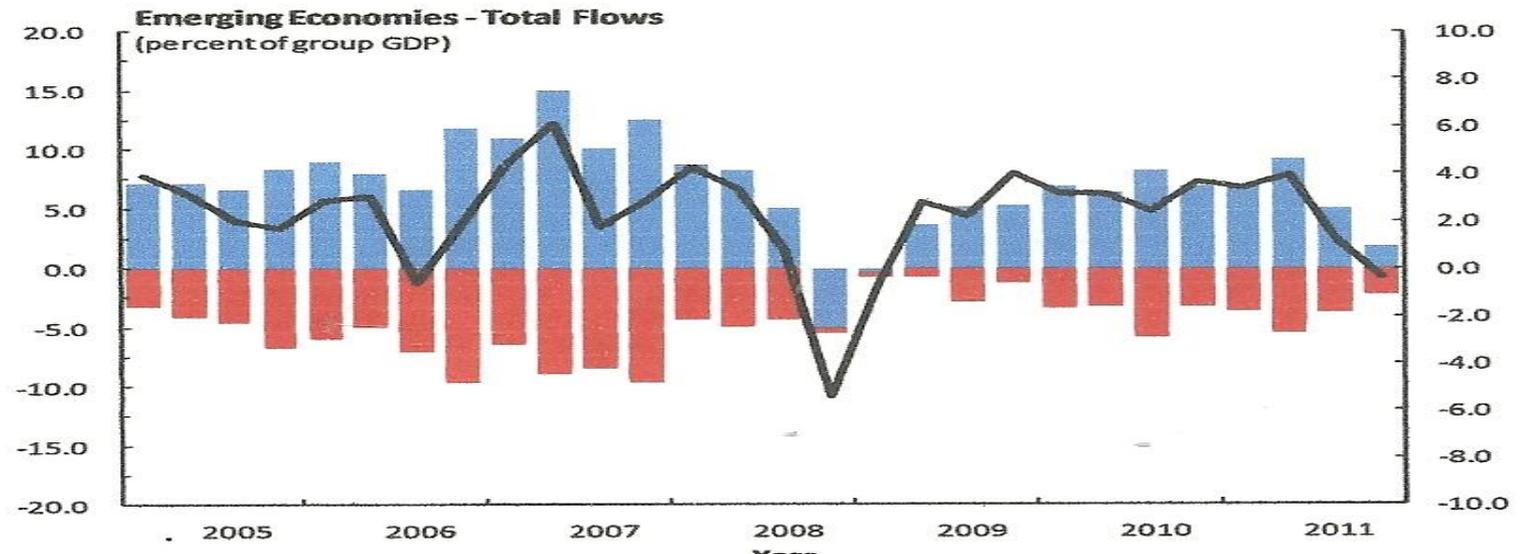
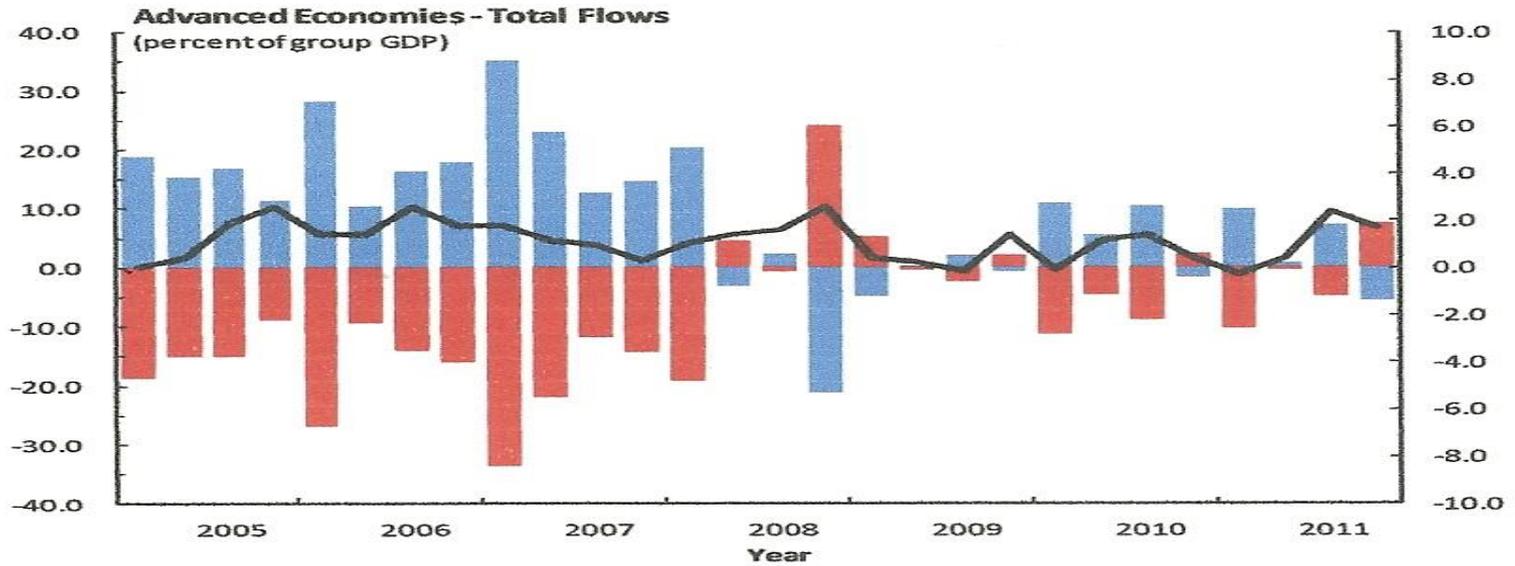
— Gross Inflows — Net Inflows



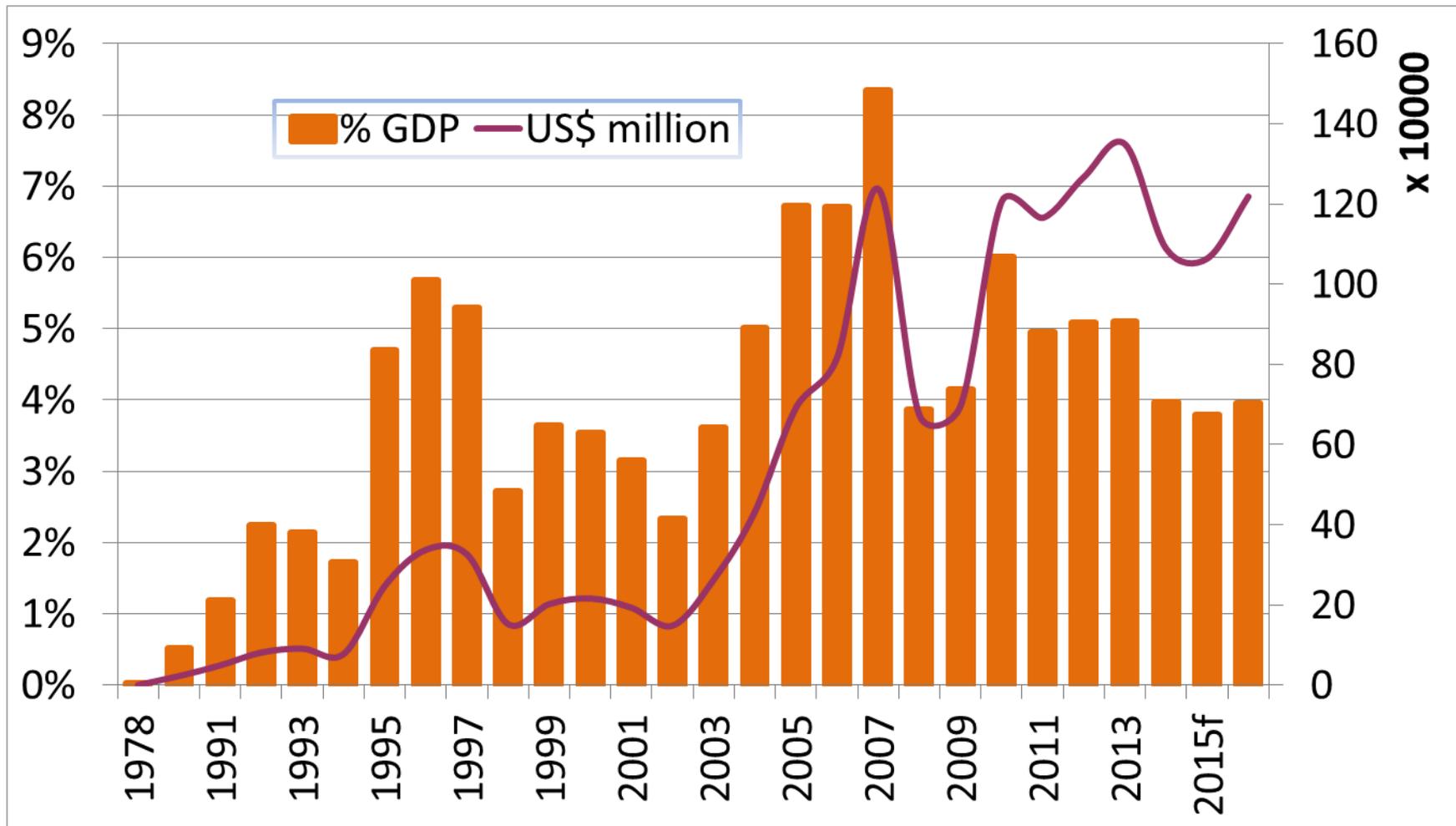
Sources: CEIC; Haver Analytics; IMF, *Balance of Payments Statistics*; national sources; and IMF staff calculations. Sources: CEIC; Haver Analytics; IMF, *Balance of Payments Statistics*; national sources; and IMF staff calculations.

Figure 3. The Evolution of Total Gross and Net Capital Flows

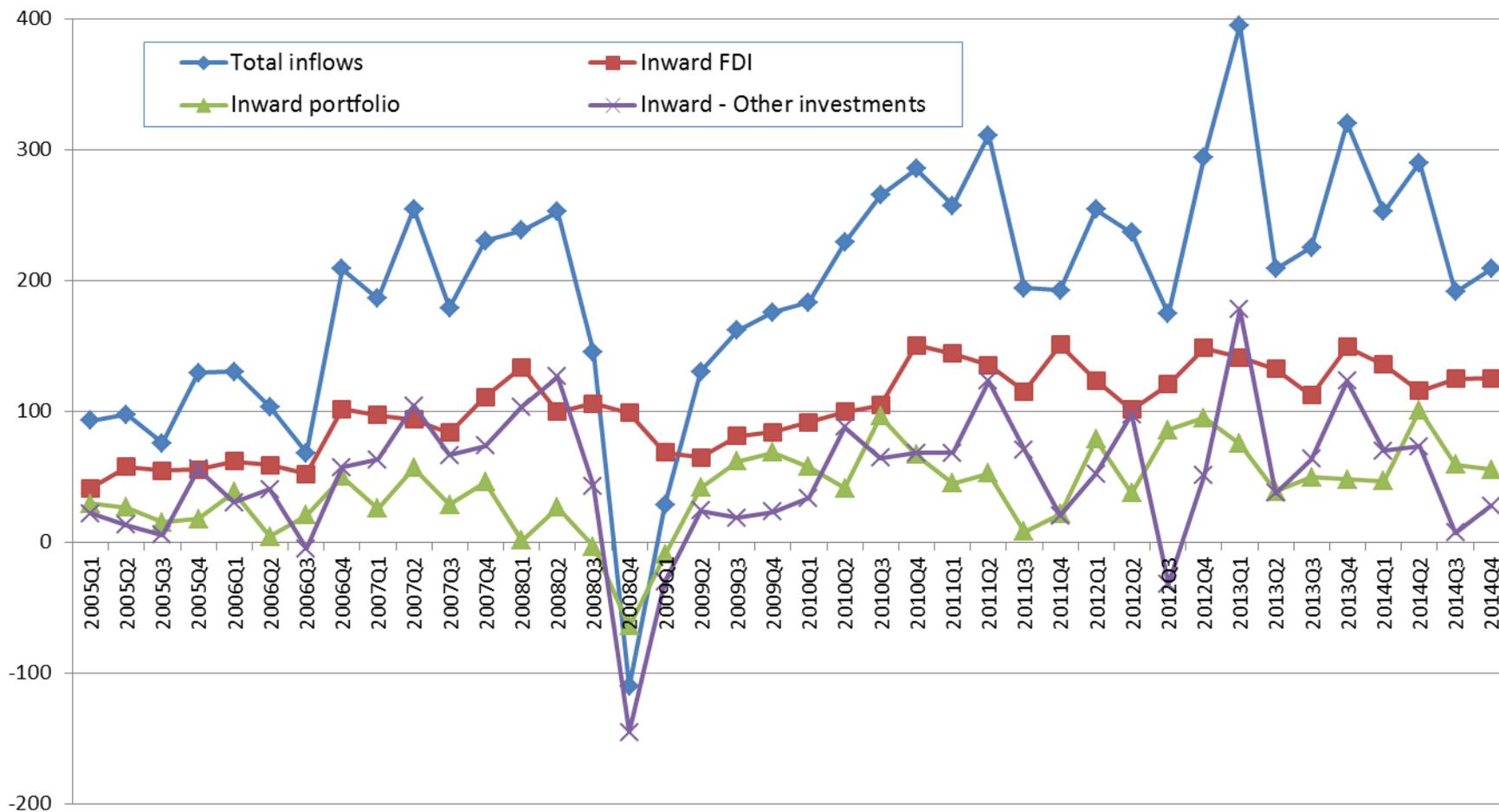
■ Gross Inflows ■ Gross Outflows
— Net Inflows (right scale)



Fluxos de entrada de ks



Fluxos de ks por modalidade



Recentes tendências dos fluxos de k para economias emergentes (FMI)

- Tamanho dos fluxos brutos de ks tem aumentado e volatilidade dos fluxos ks tem crescido ao longo do tempo em todos grupos de países (desenvolvidos e emergentes).
- Flutuações em fluxos líquidos são maiores para economias emergentes comparadas com economias desenvolvidas.
- Em *economias desenvolvidas* os fluxos de saída de ks largamente compensam as entradas de ks, gerando movimentos mais suaves nos fluxos líquidos, onde entradas e saídas de ks são mais complementares.
- Em *economias emergentes*: (i) os fluxos de entrada crescem mais do que os fluxos de saída e conseqüentemente os fluxos líquidos de entrada são mais voláteis: (ii) os fluxos brutos e líquido de entrada de ks caem dramaticamente durante a crise e retornam rapidamente depois dela.
- Os fluxos líquidos para as EMEs tem sido muito maior nos períodos caracterizados por tx juros globais baixas e baixa aversão ao risco.

E ainda...

- Episódios de forte entrada de ks estão associados com aceleração no crescimento do PIB, mas depois frequentemente caem significativamente: cerca de 1/3 de episódios de surtos terminam com parada súbita ou crise cambial. Existe assim um padrão de *formato V-invertido* dos fluxos líquidos de k para economias emergentes que estão fora do controle dos policy-makers.
- Surtos de capitais estão associados a apreciação da taxa de câmbio real efetiva, prejudicando a competitividade dos setores exportadores, levando a uma forte deterioração no saldo em conta corrente e potencialmente reduzindo o crescimento econômico.

Problema de integração internacional assimétrica

- Economias emergentes têm fluxos de ks maiores e mais voláteis quando comparado com o tamanho de seu mercado financeiro.
- Conseqüentemente convivem com duas tendências:
 - Maior volatilidade da taxa de câmbio (qdo comparada as economias avançadas).
 - Apreciação da taxa de câmbio real.

Problemas relacionados aos fluxos ks

- *Crises não relacionadas a fundamentos*: contágios puros e irracionais, comportamento de manada (informação assimétrica), crises auto-realizadas, etc.
- “*Overheating*” macroeconômico: pressões inflacionárias, apreciação cambial, boom de consumo, alargamento dos déficits c/c, bolha de ativos.
- Nivel da taxa de câmbio passa a ser crescentemente determinado pelos fluxos de capitais vis-a-vis fluxos comerciais.
- *Sistema financeiro*: problemas de descasamento de moedas (cambio fixo); empréstimos externos podem causar aumento nos preços dos ativos (boom imobiliário).

Características recentes dos fluxos de ks

- Historicamente, os fluxos de portfolio são bem mais voláteis e sua volatilidade tem aumentado recentemente.
- Os fluxos de empréstimos bancários são historicamente menos voláteis mas sua volatilidade aumenta fortemente durante os períodos de crise.
- Os IDE são somente um pouco mais estáveis que outros tipos de fluxos ks para economias emergentes, e sua volatilidade tem crescido devido ao aumento de empréstimos diretos para firmas subsidiárias.

3 ondas de fluxos de ks para economias emergentes

- 1ª onda (1991/1998): política monetária expansionista Fed, abertura da conta k e reestruturação da dívida externa; câmbio fixo ou semifixo.
- 2ª onda (2004/2008): período de “grande moderação” e melhoria na situação macro (superávit BC, reservas cambiais, situação fiscal, etc.). Câmbio flutuante administrado.
- 3ª onda (meados de 2009-...): quantitative easing, controles de ks, ...

1ª onda (1991/1998)

- Reintegração ao mercado financeiro internacional.
- *Determinantes externos*: política monetária expansionista do Fed e diversificação dos investidores institucionais; *internos*: desregulamentação financeira, estabilização de preços, juros elevados.
- Predominância países emergentes da Asia e AL.
- Predominância inicial k portfolio e crescimento IDE, e diminuição relativa dos empréstimos bancários.
- Regimes cambiais intermediários.
- Permite a superação da restrição externa vigente, contribuindo para adoção de planos de estabilização com ancora cambial na AL.
- > déficits em c/c na AL (US\$ 8 b anuais em 1983/90 para US\$ 53 b em 1994).
- Crise mexicana, asiática e russa.

2ª onda (2004/2008)

- Período de grande moderação: inflação baixa e baixas tx de juros, liquidez internacional e redução na aversão ao risco global.
- Adoção de regimes de câmbio flutuante, ainda que administrado.
- Países emergentes melhoram vulnerabilidade externa (boom de commodities, melhoria c/c, reservas cambiais, redução de dívida externa etc.).
- Envolve um grupo maior de países (emergentes da Europa, Turquia, etc.) em um mundo fortemente integrado financeiramente.
- Predominância de IDE em relação ao k portfolio em todas as 4 regiões (AL, emergentes Asia, Europa emergente).
- Contágio da falência de Lehman Brothers.

3ª onda (meados de 2009-...)

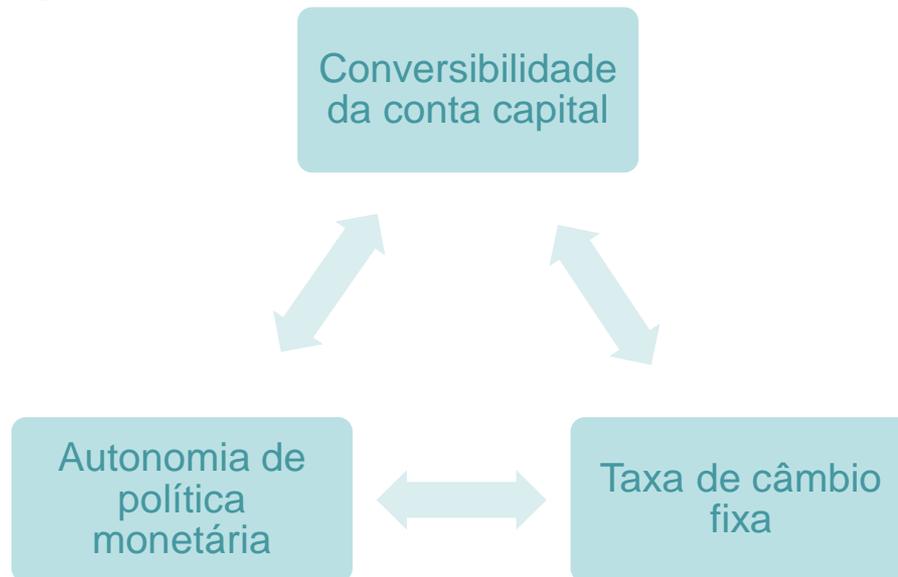
- *Fatores externos*: política monetária expansionista do FED e do BCE (“*quantitative easing*”): maior apetite global ao risco.
- *Fatores internos*: melhor performance das economias emergentes, melhor situação fiscal, recuperação dos preços de commodities (queda recente).
- IMF (2014): ½ dos fluxos cumulativos de ks para EM em 2008-12 foram relacionados a fatores externos.
- Maiores receptores: AL, Asia emergente, Africa do Sul e Turquia (menos Europa do Leste); na AL Brasil é o principal.
- Durante 2010-13 as EM receberam ½ de todos fluxos ks, que declinaram nas economias avançadas em especial na zona euro. (IMF, 2014)
- Predominância dos ks de portfolio, exceção da China.

Tendências recentes...

- Efeitos do “tapering” e desaceleração das economias emergentes.
- Taxas de cambio apreciadas e aumento nos deficits em c/c ou diminuição nos mesmos (restrição externa + cambio apreciado).
- Aumento nos empréstimos de CP em alguns países (Indonésia, Turquia, Índia...)

Trindade Impossível(trilemma)

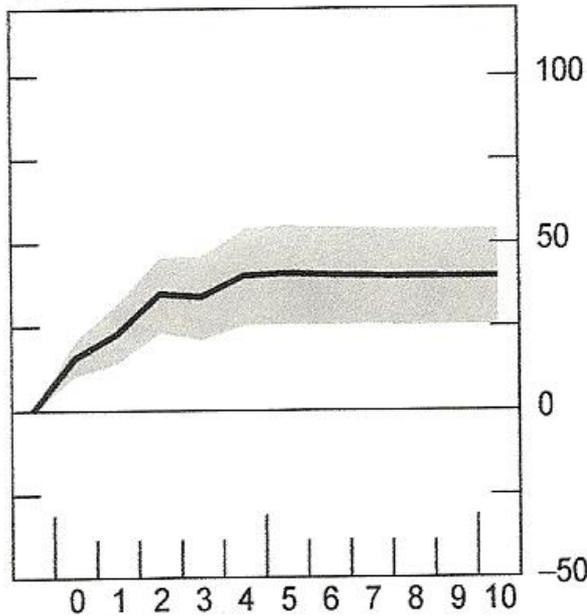
- Países não podem ter simultaneamente taxa de câmbio fixa, livre mobilidade da conta k e política monetária independente.
- Isto é, com livre mobilidade da conta k, política monetária independente é possível se a tx cambio é flutuante.



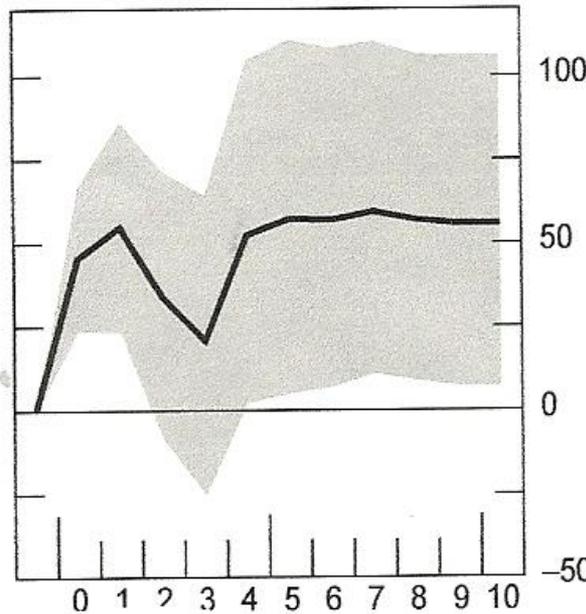
Alto co-movimento entre taxa de juros dos EUA e taxas domésticas em economias emergentes (Saxena, 2008)

Impulse response of domestic interest rate to US interest rate when exchange rates are floating and capital is mobile

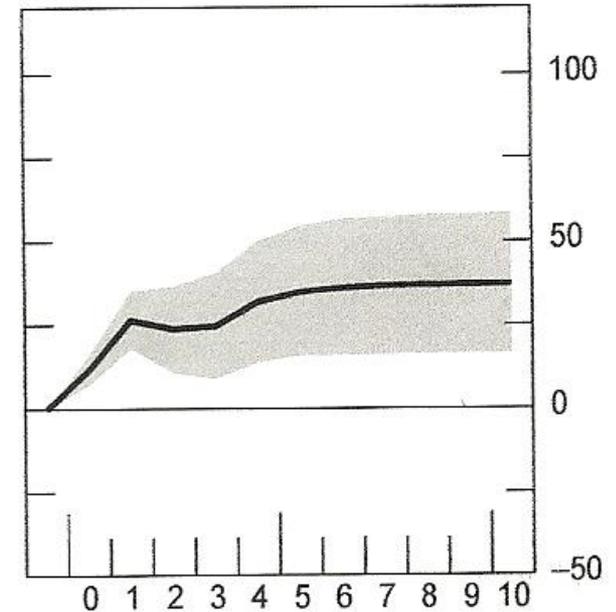
1975–2006



1990–99

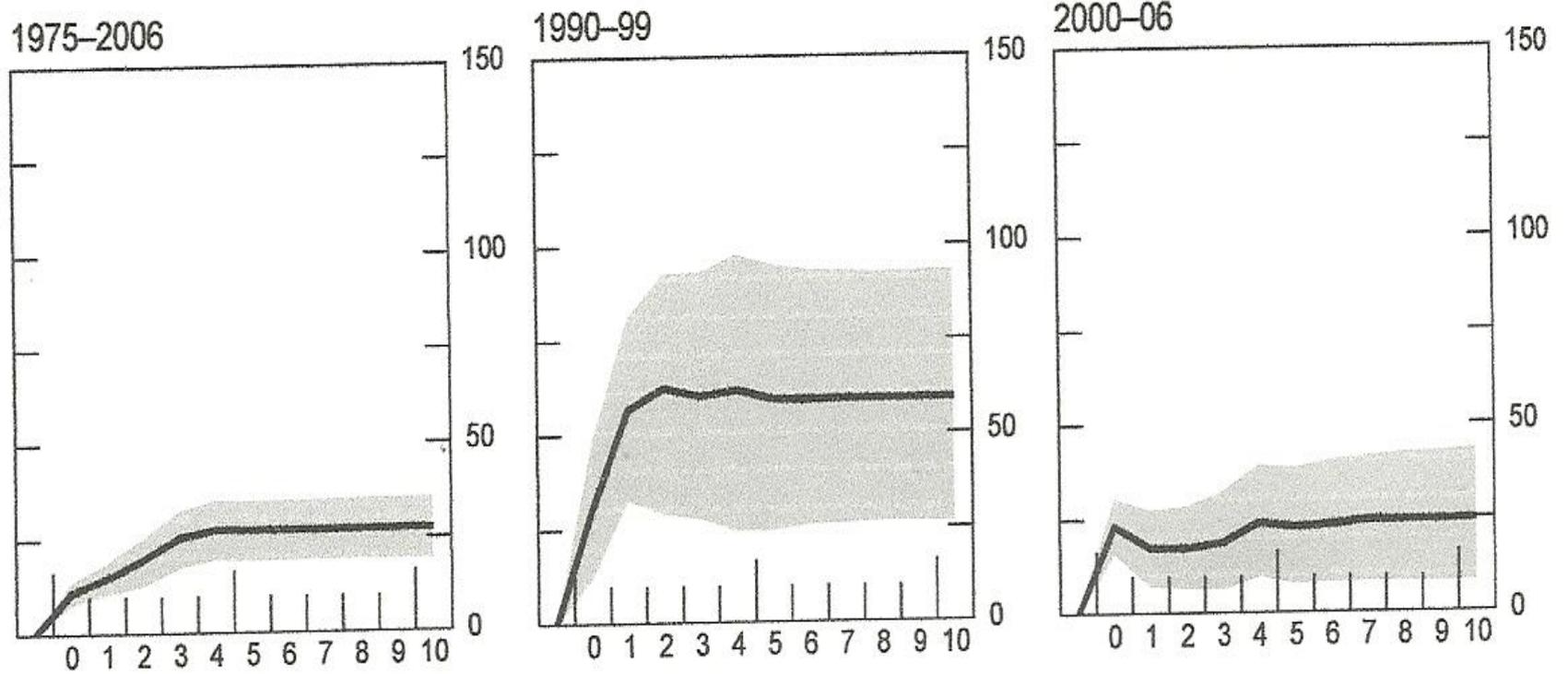


2000–06



Graph 3

Impulse response of domestic interest rate to US interest rate when exchange rates are fixed



Assim, pode-se concluir que

- Regimes flexíveis tendem a exibir maior comovimento com as taxas de juros dos EUA do que os regimes de câmbio fixo.
- Em outras palavras, mesmo com regime de câmbio flexível, a autonomia de política monetária tem sido reduzida com a maior integração financeira internacional.
- De fato, devido ao comportamento “medo de flutuar” (*fear of floating*) das autoridades monetárias, as taxas de juros domésticas são usadas para amortecer as flutuações na taxa de câmbio.

Hélène Rey (2013)

- *Ciclo financeiro global*: mais fluxos de entrada e saída de ks, mais criação de crédito, maior alavancagem e maior elevação na inflação de preços de ativos....
- As condições monetárias são transmitidas dos principais centros financeiros para o resto do mundo principalmente através dos *fluxos brutos de crédito e aumento da alavancagem dos bancos*, independentemente do regime cambial.
- Conclui-se que taxas de câmbio flutuantes não podem insular a economias do ciclo financeiro global, quando o capital é móbil.
- O ciclo financeiro global transforma o trilema em um “*dilema*”: políticas monetárias independentes são possíveis *somente* e se a conta capital é administrada, direta ou indiretamente via regulação da conta capital.

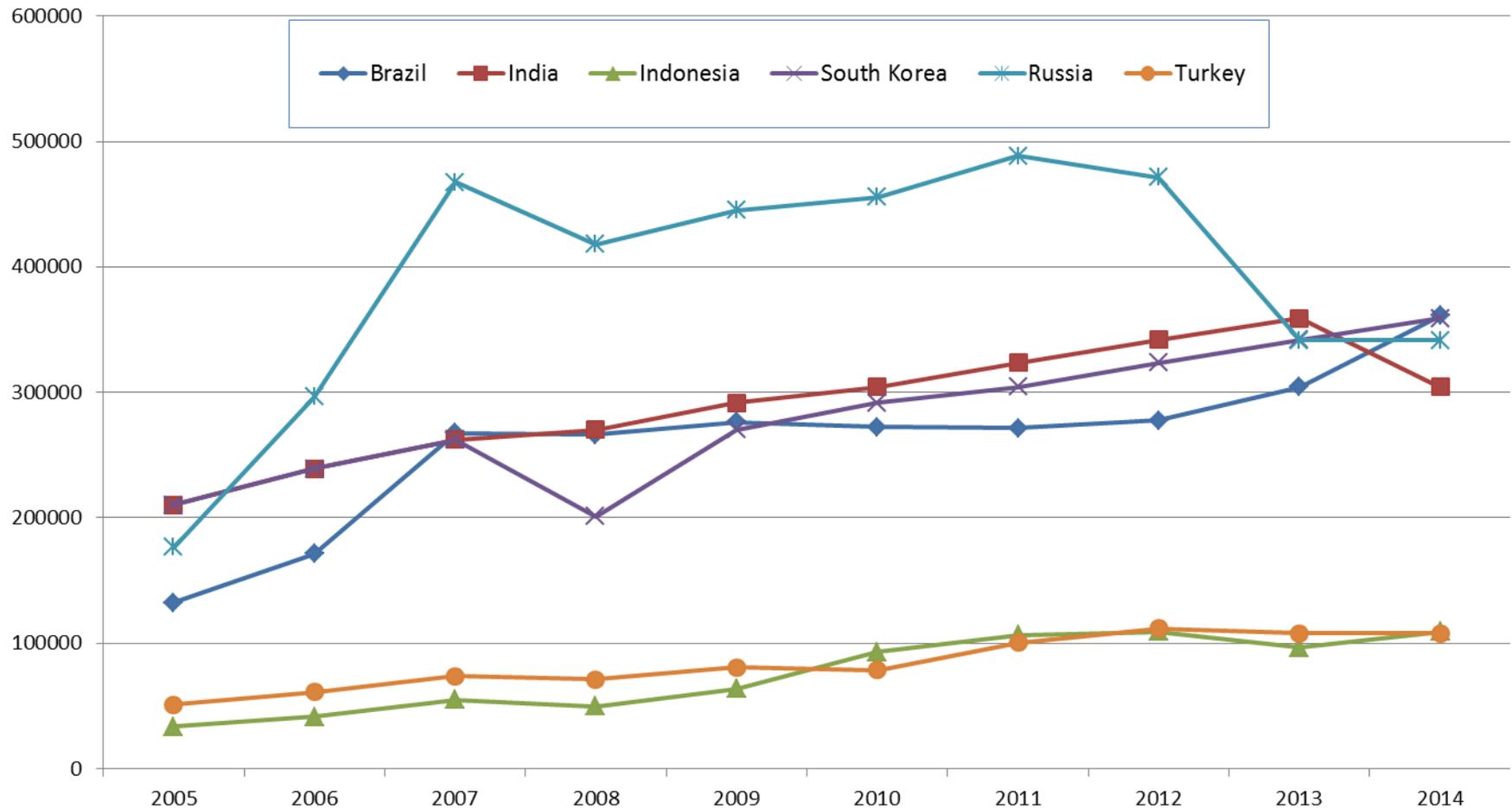
Conseqüências monetárias da entrada de ks

- *Câmbio flutuante*: não afeta as reservas e agregados monetários, mas gera uma tendência a apreciação nominal na tx cambio que induz déficit em c/c.
- *Câmbio fixo*: para defender paridade requer acumulação de reservas; câmbio se aprecia devido a inflação residual etc.; em momento de saída ks, queima reservas e elevação da tx juros.

Respostas de política

- *Acumulação de reservas*: colchão amortecedor para crises.
- *Operações esterilizadas* (compras cambiais acopladas com operações de mercado aberto) e não-esterilizadas (compras cambiais puras).
- *Controle de capitais*: solução “*second best*”, que permite estabelecer uma cunha entre tx juros doméstica e externa e reduzir apreciação da tx cambio (arrefecendo intensidade dos fluxos ks e alterando sua composição).

Reservas cambiais (US\$ milh)



Regulação de conta capital - objetivos

- a) *Manter uma maior estabilidade da taxa de câmbio e/ou ajudar o BC a influenciar o nível da taxa de câmbio.*
 - b) *Maior autonomia da política monetária: superação da trindade impossível; dissociação entre taxa de juros interna e externa; fluxos ks tornam-se menos sensíveis às taxas juros domésticas.*
 - c) *Preservação a estabilidade monetária e financeira (inclusive detendo saída de ks no contexto de crise do balanço pagamentos).*
- “Pode ser um instrumento de política complementar para aumentar o espaço para adotar políticas macro contracíclicas, assim como para reduzir riscos associados a estruturas de obrigações afetadas por reversão nos fluxos de capitais” (Ócampo e Erten, 2013)*

Controle de capitais...

- *Controle sobre entrada*: função preventiva para evitar fluxo excessivo de entrada de ks em períodos de boom (evitando uma apreciação excessiva do câmbio real).
- *Controle sobre saída*: permite quebrar ligação entre taxa de juros domésticas e internacionais e reduzir velocidade de saída de ks qdo um país se defronta com a possibilidade de uma retirada repentina de ks.

Exemplos ilustrativos

- *Entrada de capitais*: requerimentos de reservas não-remunerados (% fluxos de ks mantidos como compulsório), impostos sobre novos fluxos de dividas, restrições sobre descasamento de moedas, limites para agentes tomarem empréstimos no exterior, limite de quanto não-residentes podem investir em bolsa, requerimentos de prazos mínimos, etc.
- *Saída de capitais*: aprovação prévia de agentes domésticos para investir no exterior, limites ou proibições de residentes investirem em bolsa no exterior, impostos sobre saídas de ks em geral, etc.

Evidencias empiricas

- Magud e Reinhart (2006) fazem um levantamento na literatura e analisam mais de 30 trabalhos que avaliam o controle de capitais, tanto na entrada como na saída, em diversos países do mundo, usando um índice de eficiência do controle de capitais para padronizar o resultado dos estudos empíricos.
- Eles concluem que “controles sobre entrada de capitais parecem fazer a política monetária mais independente; alteram a composição do fluxo de capitais; reduzem as pressões sobre a taxa de câmbio real (embora a evidência seja mais controversa), mas “parecem não reduzir o volume dos fluxos de capitais líquidos”.

Outras evidências empíricas da literatura

- De modo geral, experiências internacionais mostram que regulações quantitativas podem ser mais eficazes em reduzir fluxos de entrada do que aquelas baseadas em preços (impostos e URRs).
- Há uma ampla concordância em sua efetividade em reduzir fluxos de dívida de CP e melhorando o perfil de débito externo.
- Existe evidencia de que CAR influencia os spreads entre tx juros doméstica e externa, aumentando a autonomia da política monetária.
- Evidência sobre efeitos sobre tx cambio é mais controversa.
- Rincon e Toro (2010) sobre a Colombia mostra que as intervenções do BC e as URR não tiveram efeitos independentemente, mas qdo adotados simultaneamente tiveram uma pressão de depreciação.
- Ostry et al (2011) encontram evidências de maior resistência do crescimento em países que usaram controle ks ou medidas prudenciais antes da crise de 2007-08.

Conclusão

- Efeitos da liberalização financeira (cautela).
- Globalização e fluxos de capitais: prós e contras....
- Redução do espaço de política econômica autônoma para propósitos domésticos.
- Necessidade de criar mecanismos defensivos perante a globalização.

OBRIGADO!

Website pessoal

<http://www.luizfernandodepaula.com.br/>