



Seminário Internacional
**Desafios e Oportunidades para a Integração
Financeira e Monetária na Região**

8 de novembro de 2017

Controles de Fluxos de Capitais em um Contexto de Internacionalização da Moeda

Márcio Garcia – PUC-Rio
mgarcia@econ.puc-rio.br

www.economia.puc-rio.br/mgarcia

O que aprendemos sobre controles de fluxos de capitais?

- Ocorreu significativa mudança na forma pela qual controles de **entrada** de capitais são hoje tratados, tanto na literatura, quanto na prática dos bancos centrais.
- Controles de entrada de capitais são considerados hoje um instrumento adicional de política econômica.
- Mas nem tudo são flores:
 - A eficácia é provavelmente temporária;
 - Causam distorção alocativa, prejudicando as empresas menores;
 - Tendem a “distrair” a política econômica, tirando o foco de políticas politicamente mais custosas.

O que aprendemos sobre controles de fluxos de capitais?

- Ostry et al. (2011), representando o novo pensamento do FMI, escrevem “For countries whose currencies were on the strong side, where reserves were adequate, where overheating concerns precluded easier monetary policy, and where the fiscal balance was consistent with macroeconomic and public debt considerations, capital controls were a useful part of the policy toolkit to address inflow surges.”
- Mas raramente a lista de requisitos é obedecida, como bem o demonstra a experiência pós-2008 do Brasil com controles de capitais.

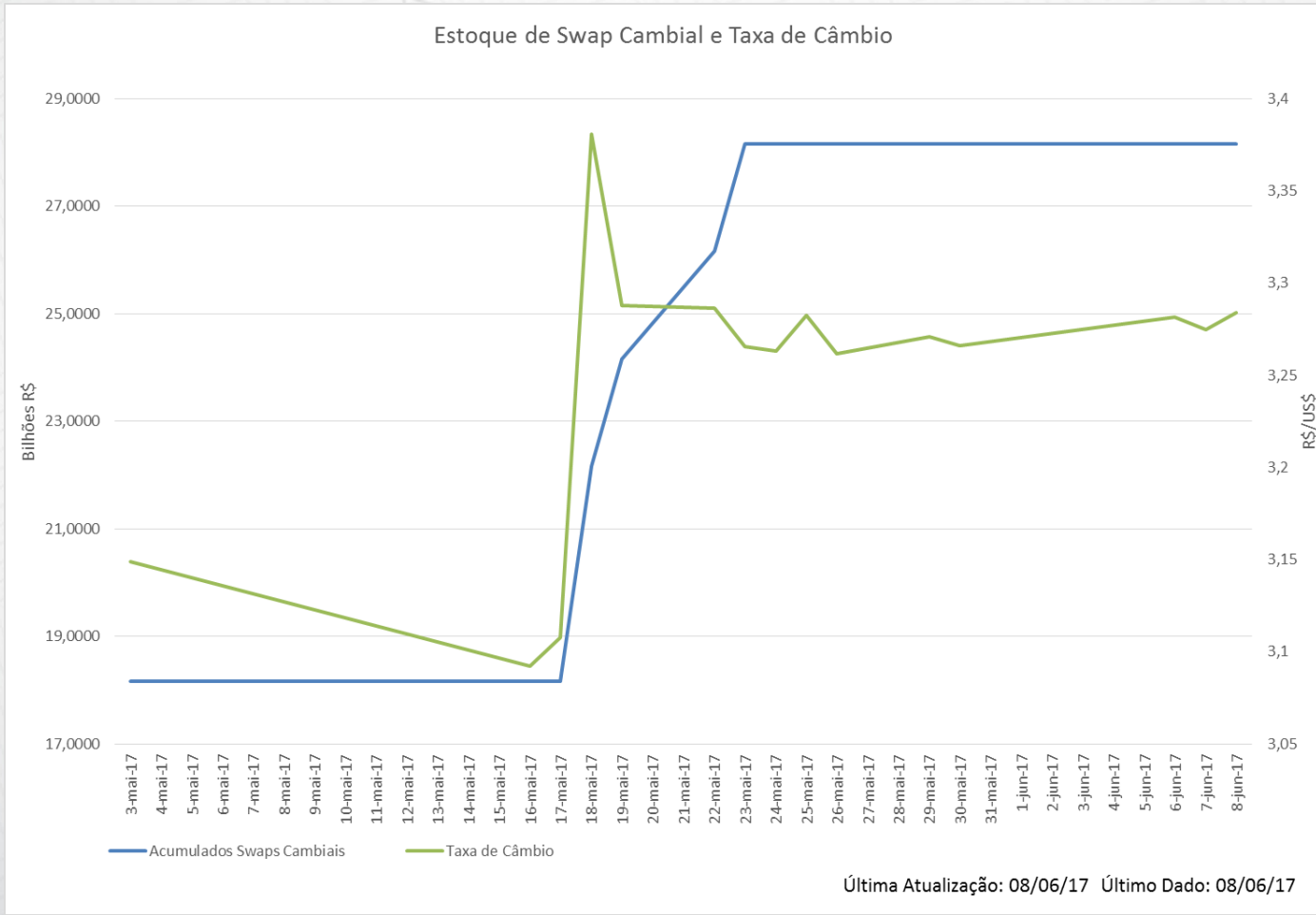
O que aprendemos sobre intervenções esterilizadas?

- Elas têm efeito sobre a taxa de câmbio, mas:
 - Não sabemos bem por quê; e
 - O efeito é provavelmente temporário.
- Recomendaria usá-las esporadicamente e para situações temporárias bem determinadas:
 1. Na ponta da venda: Em situações de stress de mercado, com pouca liquidez, muita volatilidade, e depreciação rápida, como ocorreu em maio passado.



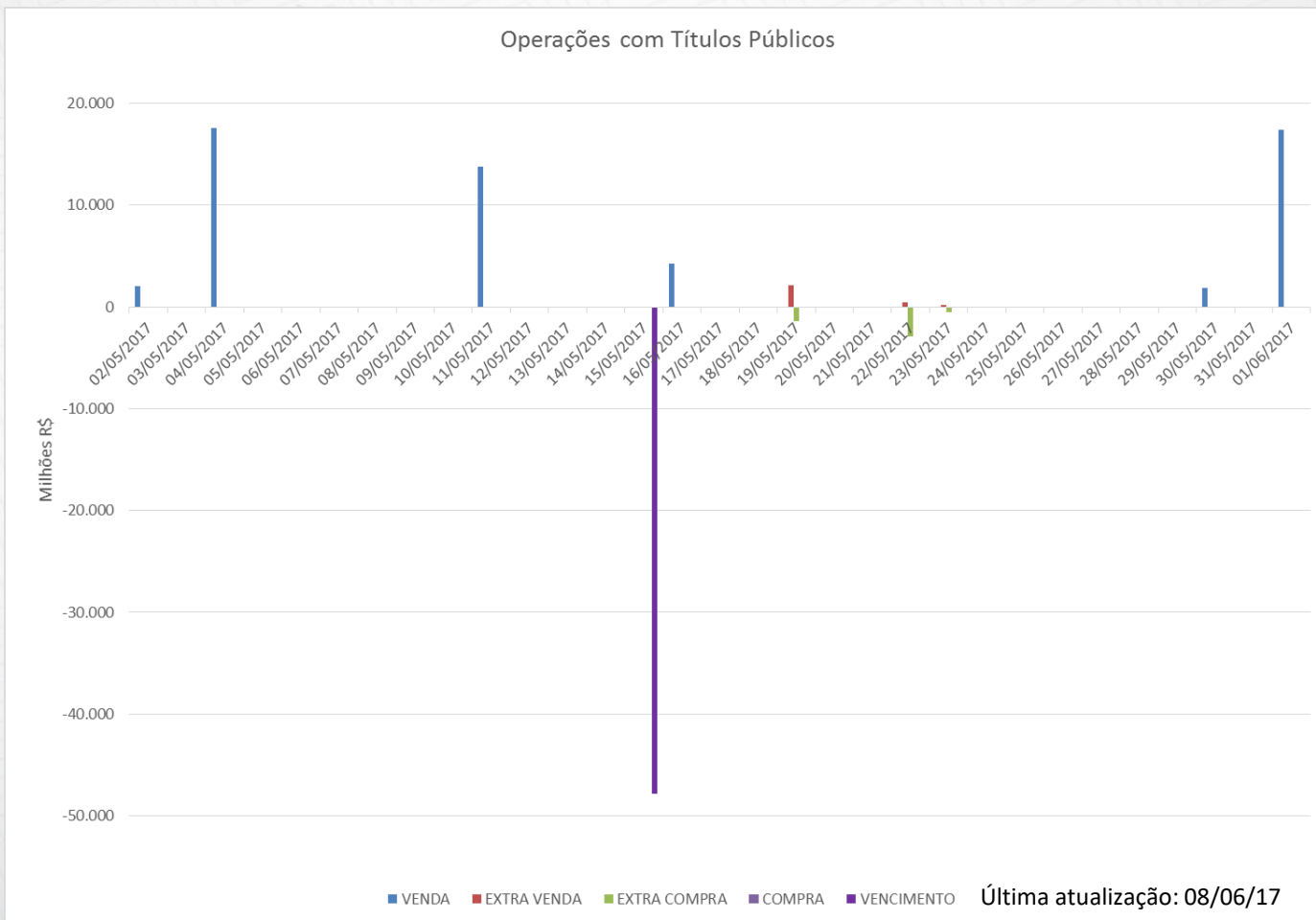
Fonte: BCB

Estoque de Swap Cambial e Taxa de Câmbio



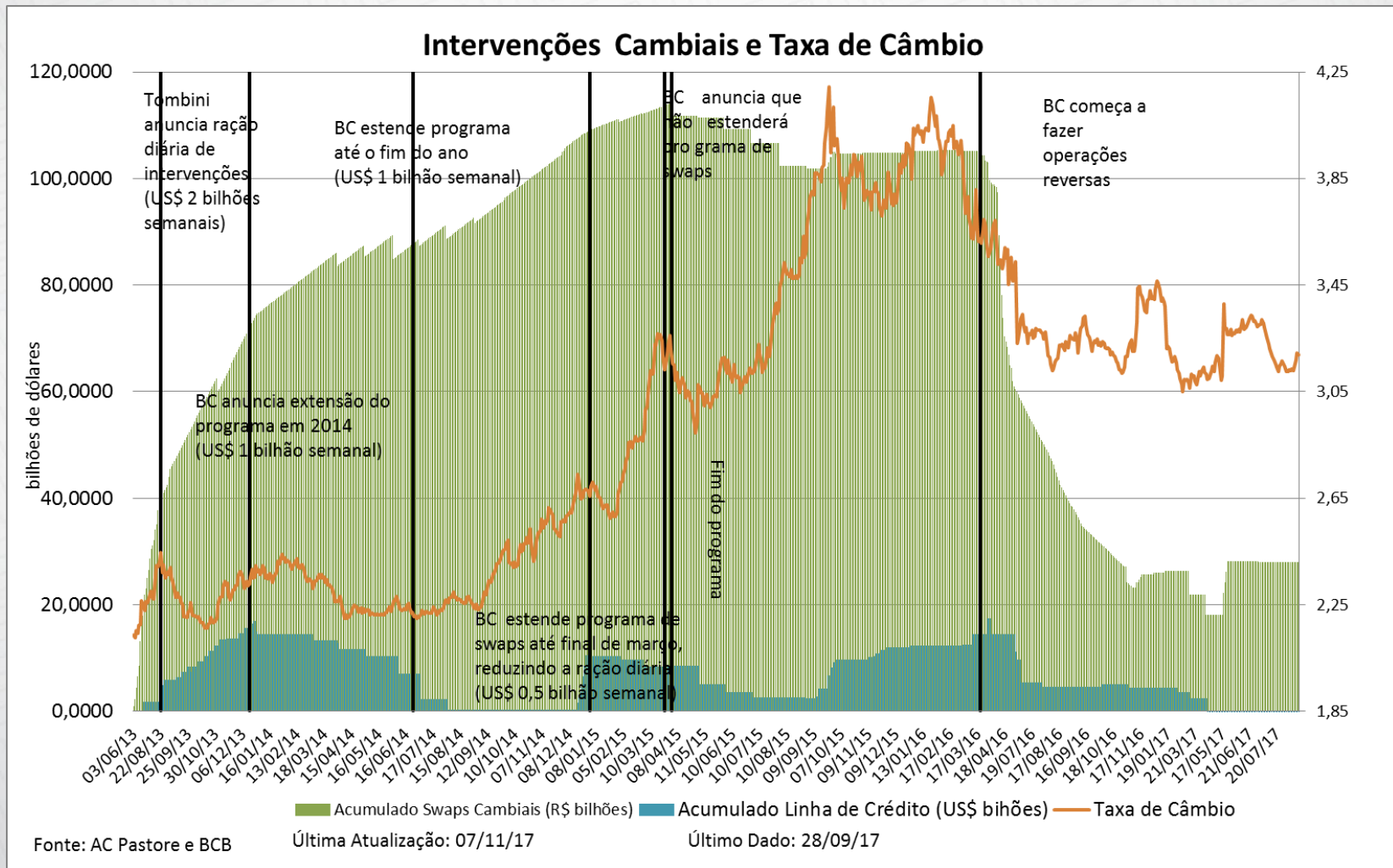
Última Atualização: 08/06/17 Último Dado: 08/06/17

Fonte: BCB



Fonte: Tesouro Nacional

Intervenções via Swaps Cambiais



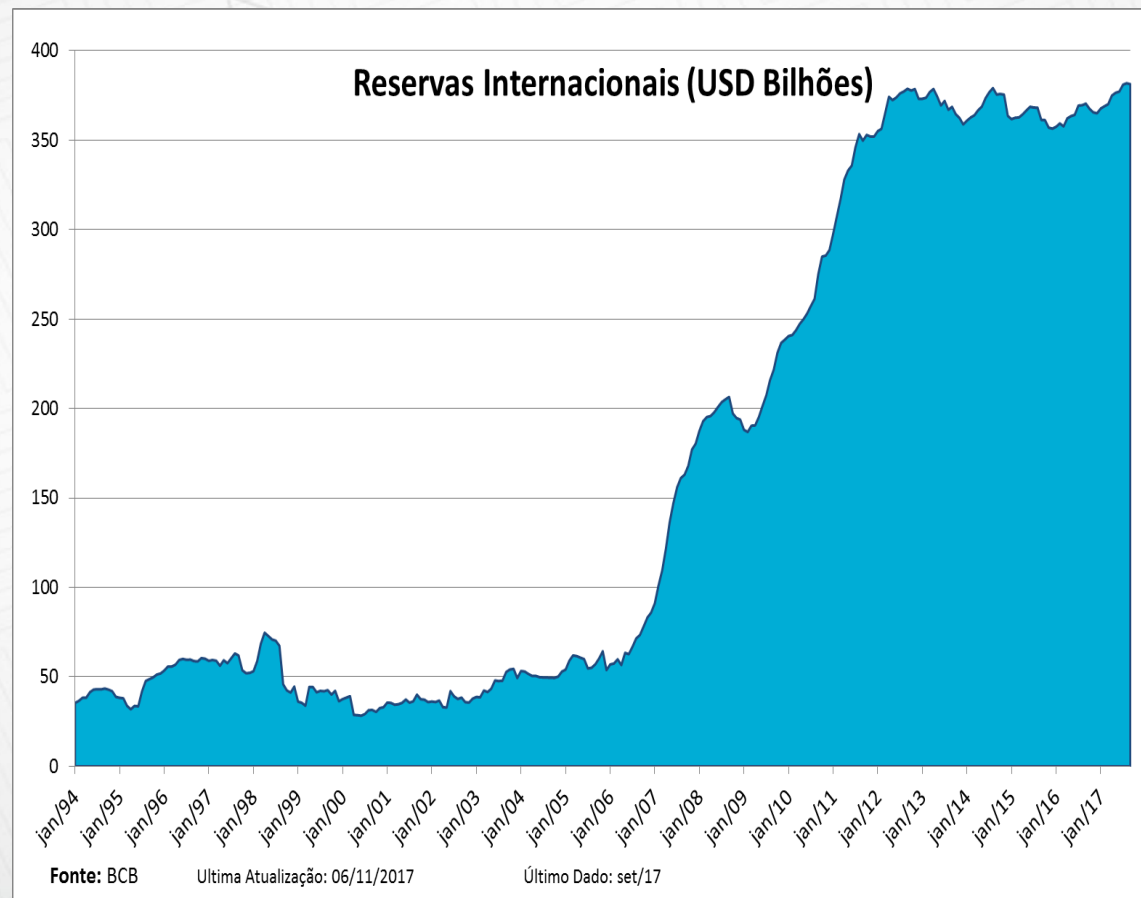
O que aprendemos sobre intervenções esterilizadas?

- Elas têm efeito sobre a taxa de câmbio, mas:
 - Não sabemos bem por quê; e
 - O efeito é provavelmente temporário.
- Recomendaria usá-las esporadicamente e para situações temporárias bem determinadas:
 1. Na ponta da venda: Em situações de stress de mercado, com pouca liquidez, muita volatilidade, e depreciação rápida, como ocorreu em maio passado.
 2. Na ponta da compra:
 1. Motivação precaucional (se aplicava bem a 2003, não a hoje);
 2. Evitar apreciação (só se for fazer o dever de casa fiscal);
 3. Dependendo do momento, pode induzir bolhas de crédito e superaquecimento da economia. Novamente: postura fiscal é fundamental. Podem/devem ser combinadas com medidas macroprudenciais.

O que aprendemos sobre Reservas Internacionais?

- Reservas são importantes mecanismos de auto-seguro contra crises cambiais.
- Aparentemente, há um medo grande de perder reservas, ou seja, não há um uso muito grande das mesmas em situações de crise. Aizenman e Sun [2009] documentam que a maioria dos emergentes não comprometeu mais do que 25% de suas reservas no combate à GCFI.
- E, no caso brasileiro, mesmo com a queda da Selic, as reservas são um seguro exorbitantemente caro!

Reservas Internacionais



Fonte: BCB

Necessidade de Aumentar a Integração Internacional

- Linhas de swaps bilaterais de moedas (eficazes contra pânico autogerados);
- Iniciativas regionais de pools de reservas (European Stability Mechanism (ESB-2012), Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM-2012), BRICS Contingent Reserve Arrangement (CRA-2014));
- Integração de regulamentação e supervisão financeira;
- Papel do FMI.

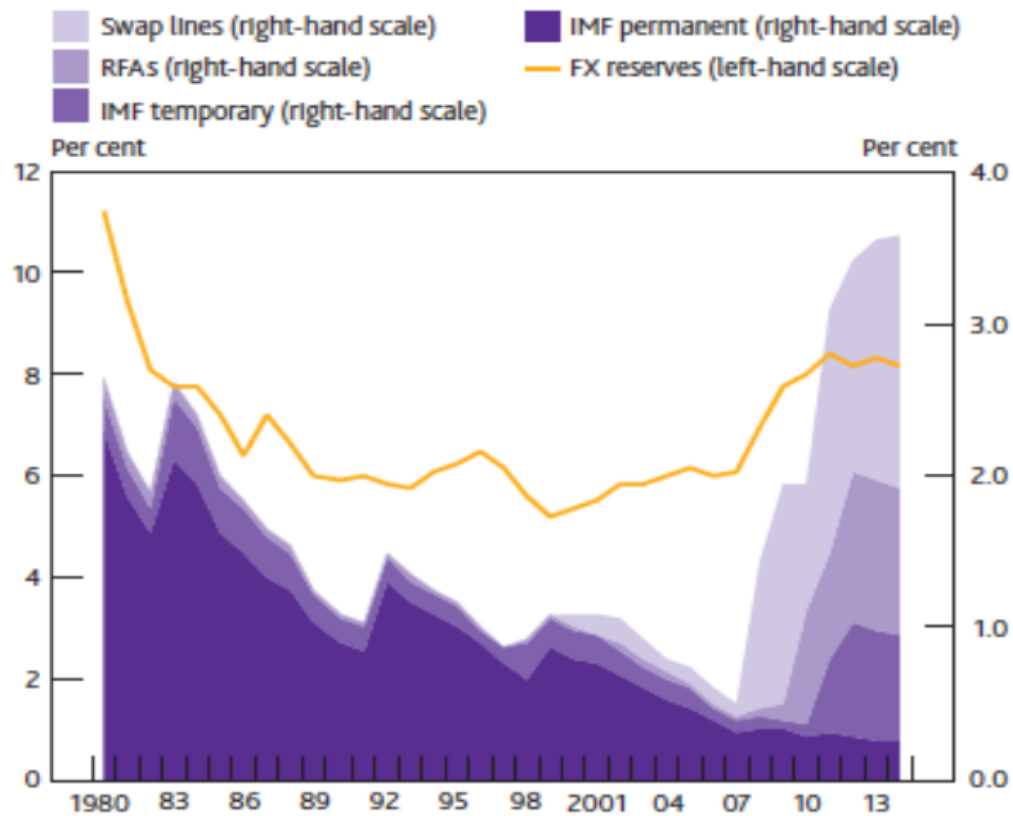


Figure 12: Global financial safety net as percentage of external liabilities, 1980-2014: Source: Denbee et al. (2016)

Controles de Fluxos de Capitais e a Internacionalização do Real

- O Real exibe grande volatilidade, em grande parte oriunda da profundidade de seus mercados em relação às moedas de mercados emergentes.
- Em situações especiais e temporárias, controles de fluxos de capital podem ser usados, sem que isso se choque com o processo de internacionalização do Real.
- O objetivo de tornar o Real uma moeda conversível deveria ser parte da agenda de integração internacional de normas e fiscalização de mercados financeiros.

Referências bibliográficas:

- Aizenman, Joshua; Sun, Yi. “The financial crisis and sizable international reserves depletion: From ‘fear of floating’ to the ‘fear of losing international reserves’?”. *International Review of Economics and Finance*, v. 24, p. 250-269, Outubro 2012 .
- Chamon, Marcos; Garcia, Márcio. “Capital controls in Brazil: Effective?” *Journal of International Money and Finance*, v. 61, p. 163-187, 2016.
- Chamon, Marcos; Garcia, Márcio ; Souza, Laura . “FX interventions in Brazil: A synthetic control approach”. *Journal of International Economics*, v. 108, p. 157-168, 2017.
- Denbee, E.; Jung, C.; Patern’o, F. “Stitching together the global financial safety net”. *Financial Stability Paper*, No. 36., 2016.
- Garcia, M. “Banks Make Sterilized FX Purchases Expansionary”, *mimeo*, PUC-Rio, 2016.
- Gopinath, Gita. “Rethinking Macroeconomic Policy: International Economy Issues”. *PIIE Conference*, Outubro, 2017.