

Economias emergentes e em desenvolvimento e as medidas de gestão de fluxos de capitais

Marcos Constant Bastos Tigre¹

Adriano Vilela Sampaio²

Resumo

No atual sistema monetário e financeiro internacional, marcado pela alta mobilidade de capitais e pela existência de uma rígida hierarquia monetária, as economias emergentes e em desenvolvimento (EED) ficam mais vulneráveis às instabilidades dos fluxos de capitais. Foi argumentado no artigo que medidas como acumulação de reservas e participação em linhas de *swap* e arranjos financeiros regionais são necessárias, mas insuficientes, para a redução da vulnerabilidade externa. Seria necessário, portanto, o uso de medidas de gestão de fluxo de capitais (*capital flow management measures* - CFMs). O objetivo deste artigo é fazer uma discussão de tais instrumentos, tanto em termos teóricos como pela revisão da literatura empírica. A literatura mostra que CFMs podem reduzir as vulnerabilidades externas e por isso devem ser incorporadas nas políticas econômicas das EED. No entanto, o melhor desenho de medidas depende dos objetivos e das características econômicas e institucionais de cada economia. Há consideráveis obstáculos políticos e operacionais à adoção de tais instrumentos e justamente por isso é preciso aprofundar os estudos sobre o tema.

Abstract

In the current international monetary and financial system, marked by high capital mobility and the existence of a rigid monetary hierarchy, emerging and developing economies (EDE) are more vulnerable to capital flow instabilities. In this paper we argue that measures such as reserve accumulation and participation in swap lines and regional financial arrangements are necessary but insufficient to reduce external vulnerability. Therefore, the use of capital flow management measures (CFMs) is necessary. The aim of this paper is to discuss such instruments, both in theoretical terms and through a review of empirical literature. The literature shows that CFMs can reduce external vulnerabilities and should therefore be incorporated into the economic policies of EDE. However, the best design of measures depends on the objectives, economic and institutional characteristics of each economy. There are considerable political and operational obstacles to the adoption of such instruments, which is why further studies on the subject are needed.

Introdução

Desde as crises que atingiram as economias emergentes e em desenvolvimento (EED) nas décadas de 1990 e 2000, os riscos associados à abertura financeira vêm sendo objeto de grande

¹ Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal Fluminense (UFF) e mestrando em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

² Professor da Universidade Federal Fluminense (UFF) e membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF).

debate. Se por um lado atualmente há amplo reconhecimento de que os fluxos de capitais têm efeitos desestabilizadores sobre o câmbio, juros e da própria estabilidade macroeconômica destas economias, as maneiras de mitigar tais efeitos ainda são motivo de controvérsia. Os problemas regulatórios e baixo desenvolvimento de mercados financeiros nas EED eram apontados como fatores determinantes na explicação da vulnerabilidade aos fluxos de capitais. Já correntes heterodoxas davam destaque a fatores estruturais, especialmente a hierarquia monetária e defendiam o uso de medidas que reduzissem a mobilidade internacional de capitais. A resistência ao uso das chamadas medidas de gestão de fluxo de capitais ou *capital flow management measures* (CFMs) demorou a ser vencida, mas a discussão sobre os tipos mais adequados às diferentes situações e países teve avanços importantes, especialmente com a mudança de posição do Fundo Monetário Internacional sobre o tema na década passada.

Partindo da premissa de que as vulnerabilidades das EED se explicam predominantemente por fatores estruturais e, por isso, CFMs são necessárias, o objetivo do artigo é fazer uma discussão teórica e empírica desses instrumentos.

Além desta introdução e considerações finais, o artigo é composto por três seções. A primeira faz uma breve discussão sobre a inserção periférica no sistema monetário financeiro internacional contemporâneo a partir da perspectiva pós-keynesiana da hierarquia de moedas. Na sequência, são apresentadas as definições e possíveis tipos de CFMs, bem como uma revisão de literatura sobre evidências empíricas de seus custos e benefícios. A seção 3 analisa o uso de CFMs por diferentes economias emergentes. Aspectos específicos da economia brasileira que devem ser levados em conta na discussão da implementação de CFMs no país é o objeto da quarta seção.

2. Hierarquia monetária e os países emergentes

Historicamente as economias emergentes e em desenvolvimento (EED) apresentam maiores instabilidades macroeconômicas que as economias avançadas (EA). Mais especificamente, suas taxas de câmbio tendem a ser mais voláteis e as taxas de juros mais elevadas (e igualmente instáveis), consequência direta da alternância de episódios de grandes entradas e saídas de capitais em tais economias (Conti, Prates e Plihon, 2014; Macalós e Rossi, 2022). No debate sobre os fatores que explicam tais instabilidades, discute-se a prevalência de fatores domésticos (*pull*) e externos (*push*). Entre os primeiros, temos a taxa de juros, inflação, indicadores fiscais, etc. Os fatores externos podem ser resumidos nas condições de liquidez internacional, determinada, entre outros fatores, pelas taxas de juros das EA (especialmente EUA) e a preferência pela liquidez ou aversão ao risco dos investidores internacionais, da qual o VIX³ é um indicador de amplo uso.

³ CBOE Volatility Index (VIX), que é o Índice de Volatilidade da Chicago Board Options Exchange do mercado de ações com base nas opções do índice S&P 500

A literatura heterodoxa em geral e pós-keynesiana em particular defende que os fatores externos são mais relevantes que os domésticos. Segundo Rey (2015), os fluxos de capitais para os países emergentes seguem a dinâmica dos ciclos de liquidez internacional, que, por sua vez, têm relação com a política monetária do país central do SMFI, os EUA⁴.

Trata-se, portanto, de uma questão estrutural, de um sistema monetário-financeiro internacional (SMFI) hierarquizado, em que o dólar exerce o papel de moeda central. As moedas das EA ocupam as posições intermediárias e, em menor grau que o dólar, são capazes de exercer as funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor no plano internacional. Já as moedas das EED não têm uso internacional, ocupando a parte inferior dessa hierarquia monetária. Segundo Cohen (1998), as moedas das EED⁵ não conseguem exercer suas funções em outros países e regiões, mas muitas vezes também não conseguem exercer suas funções a nível doméstico. Esse é o caso de países cujas moedas são mais frágeis e ocorre principalmente no âmbito de reserva de valor. Por serem consideradas ativos de risco, as moedas periféricas (*i.e.* emitidas pelas EED) têm demanda instável, altamente correlacionada com os ciclos internacionais de liquidez. Para Orsi, Kaltenbrunner e Dymski (2020), moedas periféricas são consideradas ativos especulativos de alto risco, por isso sua demanda no plano internacional é de curto prazo (*short-term investment currency*), visando ganhos pelos altos rendimentos.

Além disso, o maior risco (cambial, de crédito, etc.) associado às moedas periféricas faz com que as EED tenham que manter taxas de juros mais altas que as EA. (Carneiro, 2008; Conti, Prates e Plihon, 2014). Tais características do SMFI dificultam os países não centrais de se endividarem internacionalmente em sua própria moeda, gerando um descasamento cambial nos balanços de empresas e governos. Esse fenômeno foi chamado por Eichengreen, Hausmann e Panizza (2005) de pecado original (*original sin*).

Temos, portanto, um sistema assimétrico⁶. De um lado, há as economias avançadas, que geram os ciclos de liquidez internacional ao definir suas taxas de juros. De outro, cabe às EED absorver as instabilidades de tais ciclos, perdendo autonomia de política econômica e experimentando maior instabilidade cambial e de juros. A alta mobilidade de capitais que caracteriza o atual SMFI acentua as consequências da hierarquia, pois permite a movimentação rápida de grandes volumes de recursos, que se tornam desestabilizadores e geradores de crises externas nas EED.

⁴ A autora mostra através da análise de um modelo de vetores autorregressivos (VAR) recursivo que uma queda nos juros norte-americanos leva a uma queda do VIX.

⁵ O autor trabalha com a ideia de uma pirâmide monetária, com a moeda central no topo e as das EED na base.

⁶ Isso não se restringe à esfera monetária. Para Alami *et al.* (2022), a subordinação financeira internacional envolve processos e relações que mantêm economias emergentes em uma posição subordinada e tem múltiplas manifestações e determinantes.

Na década de 1990, muitas EED promoveram a abertura de suas contas financeiras e o resultado foi uma série de crises externas em países como Tailândia, Coreia do Sul, México, Brasil e Argentina. Em resposta a isso, na década de 2000, as EED buscaram diferentes formas de se defender das instabilidades do SMFI. A principal delas foi a acumulação de reservas internacionais, facilitada pela alta liquidez internacional e os altos preços de commodities. Outros instrumentos foram as linhas bilaterais de *swap* e os arranjos financeiros regionais (AFRs), que podem abarcar fundos conjuntos de reservas, acordos multilaterais de *swap*, linhas de curto prazo, entre outros (Sampaio e Weiss, 2020).

A relativa resiliência dessas economias diante das fortes turbulências da crise financeira global de 2007-08 mostrou que essa estratégia foi acertada, pois os instrumentos utilizados foram capazes de mitigar os efeitos desestabilizadores dos fluxos de capitais. No entanto, eles não alteram o caráter assimétrico e hierarquizado do SMFI contemporâneo e, portanto, a adoção de medidas de gestão de fluxos de capitais (*capital flow management measures* – CFMs) se faz necessária (*Ibid*).

As crises externas das EED na década de 1990 e a resiliência posterior fizeram com que o FMI, historicamente, favorável à abertura financeira, passasse a ter uma visão mais aberta em relação às medidas de CFM. O Fundo reconheceu que os controles de capitais podem trazer benefícios e que a liberalização total da conta financeira não necessariamente traz benefícios para os países. Contudo, continuou ressaltando que os controles de capitais possuem riscos e seu uso deve ser feito de maneira prudencial (FMI, 2012).

2. Mecanismos de gestão de fluxo de capitais: Definições e evidências empíricas

2.1 Mecanismos de gestão de fluxo de capitais: Definições

É importante primeiro definir o que se entende por medidas de gestão de fluxo de capitais ou *capital flow management measures* (CFMs) e as diferentes maneiras de classificá-las. O FMI (2012) em sua visão institucional sobre a Liberalização e Gestão dos Fluxos de Capitais (*Institutional view* - IV) separa as CFMs em três grupos, sendo um deles as próprias medidas de CFM, que são designadas para limitar os fluxos de capitais, a partir da distinção da residência de origem dos fluxos, residentes ou não residentes, ou seja, o que se conhece como controles de capitais. Em seguida, há as medidas macroprudenciais (*Macroprudential Measure* - MPM), que servem para reduzir os riscos financeiros sistêmicos gerados pelos fluxos de capitais. Por fim, há as medidas de CFM/MPM que são tanto de CFM quanto de MPM (IMF, 2020b).

O conjunto de medidas que podem ser adotadas pelos governos varia de acordo com as circunstâncias. Segundo o FMI (2022), em relação às medidas de CFM, exemplos de controle de

entrada a serem adotados consistem em limites para compras de títulos domésticos por não residentes, proibição de investimentos de não residentes em certos setores e impostos mais elevados para não residentes na compra de imóveis. Já exemplos de CFMs para saída de capitais são impostos sobre a retirada de capital do país sobre não residentes e *surrender/repatriation requirement* que consiste em internalizar as receitas das exportações e converter certa porcentagem para a moeda doméstica.

De acordo com o FMI (2022), exemplos de medidas macroprudenciais (MPM) são limites de *loan-to-value* que consistem na razão entre a quantidade emprestada e o valor do ativo, limites de *debt-to-income*, que consistem na razão entre a dívida e a renda, maiores quantias de reservas exigidas sobre passivos cambiais dos bancos do que sobre passivos em moeda local e requisitos mínimos de capital para instituições financeiras. Já medidas que são ao mesmo tempo CFM e MPM têm como exemplo limites ao endividamento externo por bancos e maiores requerimentos de reservas sobre passivos para não residentes do que sobre passivos para residentes. (FMI, 2022)

Para Erten, Korinek e Ocampo (2021) as CFMs e as MPMs, apesar de endereçarem problemas diferentes, sendo a primeira para restringir os fluxos e a segunda para reduzir o risco financeiro sistêmico, em certas circunstâncias são substitutas. Um exemplo dado pelos autores é quando há acordos bilaterais que limitam o uso explícito de controle de capitais⁷. Nesses casos, as medidas macroprudenciais contracíclicas têm um papel importante na magnitude dos fluxos de capitais. No entanto, as CFMs e as MPMs apresentam complementaridades e devem idealmente ser usadas em conjunto para gerenciar a entrada e os efeitos do crédito externo excessivo.

Existem outras distinções que podem ser feitas a respeito dessas medidas. Erten, Korinek e Ocampo (2021) identificam cinco características que se distinguem nas CFMs. A primeira consiste na diferenciação entre medidas voltadas para a entrada de capitais (*inflows*) ou para a saída (*outflows*) e o tipo de investimento, como o Investimento Estrangeiro Direto, investimento de portfólio em ações ou títulos e outros tipos de investimentos. A segunda característica distingue se o controle incide sobre o preço ou sobre a quantidade. Em seguida, os autores classificam os controles como *ex-ante* e *ex-post*, sendo as *ex-ante* medidas macroprudenciais de redução de risco para proteção contra crises financeiras. Já as *ex-post* são medidas que visam agir para reduzir o impacto das crises financeiras. Há também a distinção entre medidas visadas para a entrada e saída de capitais de longo ou curto prazo, que visam filtrar os movimentos pró-cíclicos dos capitais. Por fim, os autores destacam a diferenciação entre medidas que controlam as transações com o resto do

⁷ No caso de países membros da OCDE, há o Código de Liberalização dos Fluxos de Capitais que exige a liberalização de certas operações financeiras. Porém, a OCDE trabalha em conjunto com o FMI para manter coerência entre seu Código dos Fluxos de capitais e a visão institucional do FMI, de forma a proteger o direito dos aderentes de não aderir a algumas liberalizações de obrigações financeiras (OCDE, 2018).

mundo e medidas que afetam os residentes, ao impor limites de transações internas com divisas estrangeiras.

Outra distinção possível de ser feita, ressaltada por Carvalho e Sicsú (2004), é que os controles de capitais podem ser temporários ou permanentes. Os primeiros estão associados à visão de que os controles são necessários em caso de incertezas e fugas de capitais, mas que em situações de estabilidade financeira global, atrapalham a alocação ótima de recursos entre as economias. No entanto, os autores ressaltam que é necessária uma adoção permanente de controles de fluxos de capitais para evitar riscos futuros de choques externos e manter mais estável a taxa de câmbio, a fim de garantir a autonomia da política monetária doméstica.

Segundo Giordani et al. (2017), as CFMs devem ser adotadas conjuntamente por parte dos países emergentes. Se um país adota esse controle individualmente, o capital pode fluir para países com economias semelhantes, mas que não apresentam controle sobre os fluxos de capital. Esse efeito é chamado de *spillover effects* (efeito transbordamento) entre países e, segundo Rebucci e Ma (2019), os trabalhos de Pasricha et al. (2018), Giordani, Ruta, Weisfeld, and Zhu (2017) encontram evidências desse efeito em casos de países que adotaram políticas de restrição à mobilidade de capitais.

O papel que o FMI tem tido nos últimos anos na conceituação, avaliação empírica e recomendações de desenhos de instrumentos mostra que cada vez mais as CFMs são vistas pelo Fundo como políticas necessárias à estabilidade macroeconômica e que devem fazer parte do *toolkit* dos países. A divulgação da visão institucional em 2012 (IMF, 2012) foi um marco, por isso é importante retomar alguns de seus princípios e mudanças recentes.

A visão institucional de 2012 recomendava o uso de CFM/MPMs sobre saídas em casos de fugas de capitais que pudessem gerar crises financeiras e CFM/MPMs sobre entradas no caso de surtos de entrada de capital (*capital inflow surge*) para evitar uma sobrevalorização do câmbio, o superaquecimento econômico e o aumento da vulnerabilidade externa. No caso de grandes influxos de capitais para um país, o FMI recomendava ajustar as políticas fiscal e monetária e permitir a flexibilidade da taxa de câmbio conforme necessário. Se ocorressem riscos financeiros sistêmicos, as MPMs ou CFM/MPMs seriam mais recomendadas e caso houvesse perda de autonomia monetária ou desestabilização econômica por causa de sobrevalorização ou superaquecimento, são recomendadas CFMs. Porém, as CFMs e as MPMs deveriam ser retiradas em momentos de estabilidade econômica quando as vulnerabilidades financeiras passassem ou a entrada e saída de capitais se estabilizasse.

Em março de 2022 o FMI concluiu uma revisão da visão institucional sobre a Liberalização e Gestão dos Fluxos de Capitais (IV), sendo a principal mudança a inclusão do uso preventivo de

CFM/MPMs sobre entradas⁸. Essa visão se baseou no *Integrated Policy Framework (IPF)*, que consiste em uma estrutura sistemática para analisar, dada a característica da economia de cada país, a melhor política para responder a choques. Agora, mesmo sem um grande influxo de capital para um país, é recomendado o uso preventivo de CFM/MPMs caso haja presença de incompatibilidades cambiais ou vulnerabilidades decorrentes do acúmulo de dívidas do setor privado. Mesmo que não tenham ocorrido grandes influxos de capitais, vulnerabilidades podem estar presentes por conta de picos de entrada anteriores ou gradualmente ao longo do tempo. (FMI, 2022)

Outro avanço da visão institucional foi o de prover orientações práticas (*practical guidance*) de implementação de CFMs, o que passa pela definição de critérios mais objetivos que indiquem a necessidade dos mesmos. Como a identificação de episódios de surtos de entrada. De forma geral, um “surto” é um episódio de entradas (ou saídas) excepcionalmente altas. Entre as possíveis metodologias para avaliar de forma mais objetiva se um período corresponde a um surto estão análises de tendências (filtros HP e de Hamilton e desvios de médias móveis) de clusters e de limiares (threshold) (IMF, 2022).

Pela visão institucional, os controles sobre saída só devem ser usados em situações de crises ou de iminência delas. Como critérios de identificação de crises, pode-se fazer uso de indicadores de uso amplo em modelos de crises de balanço de pagamentos, como nível inadequado de reservas, sobreapreciação cambial, alta exposição cambial de balanços e estagnação econômica. O uso de dados de alta frequência e informações qualitativas buscando identificar súbitas desvalorizações, rápida perda de reservas e piora das condições financeiras também podem ser úteis na previsão de crises e, portanto, adoção de CFMs sobre saídas (IMF, 2022).

Essas mudanças e o próprio esforço de atualização depois de dez anos, indicam uma maior aceitação de CFM por parte do Fundo como instrumentos permanentes (ou ao menos não somente emergenciais) de política. Além de uma maior preocupação com as questões práticas e específicas de implementação. Vale destacar também a ênfase dada em considerar as especificidades de cada país para a definição dos instrumentos mais adequados, bem como a importância da infraestrutura administrativa doméstica para que sejam eficazes⁹ (IMF, 2022). “Our goal is that countries can

⁸ Outra mudança que o próprio Fundo aponta como relevante é o “tratamento especial” para certas categorias de CFMs, que incluem medidas com os seguintes objetivos: adequação a padrões regulatórios acordados internacionalmente, como os Acordos de Basileia; combate à evasão de impostos; combate à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo (AML/CFT); fins de segurança nacional ou internacional, que cresceram nos últimos anos por conta dos efeitos da pandemia e do acirramento de questões geopolíticas. A implementação de medidas com esse fim não se guia por critérios puramente econômicos e por isso não caberá ao Fundo avaliar usando seus próprios critérios (IMF, 2022).

⁹ É comum, por exemplo, países preferirem instrumentos cuja implementação seja mais simples (por já estarem previstos na legislação vigente) ou que sejam mais difíceis de serem evadidos em detrimento de outros que poderiam ser mais adequados para uma dada situação (Pasricha e Nier, 2022).

make use of this updated toolkit to preserve macroeconomic and financial stability while at the same time reaping the benefits that capital flows can provide¹⁰.”

2.2 Eficácia das medidas de CFMs de 1995 a 2022

Como visto anteriormente, as medidas de CFM podem ser utilizadas para gerenciar a entrada e saída de capitais mais especulativos a fim de tornar a economia do país menos vulnerável a choques exógenos.¹¹ Nesse contexto, o que diz a literatura sobre a eficácia das medidas de CFM em gerenciar os fluxos de capitais e gerar estabilidade para suas economias? E quais medidas foram usadas por EED no período recente? Essas são as perguntas que se busca responder nesta seção.

A literatura recente vem buscando avaliar os impactos das medidas relacionadas às CFMs. Essas análises empíricas vêm se tornando possíveis com a maior disponibilidade de dados sobre as medidas, sendo o FMI um importante fomentador deste debate. As análises sobre as CFMs geralmente são feitas através de um agregado de indicadores diversificados, que incluem taxas, limites, requerimento de reservas e impostos como alguns exemplos.

Forbes, Fratzscher e Straub (2015) analisam os impactos em 60 países das variações em controles de capitais para entrada e saída e medidas macroprudenciais com uma frequência semanal de 2009 a 2011. Os resultados encontrados mostram que as medidas de controle de capitais impactam pouco as variáveis macroeconômicas, com o efeito mais robusto sendo o impacto da remoção de controles sobre a taxa de câmbio. Por outro lado, o aumento do uso de medidas macroprudenciais tende a diminuir algumas vulnerabilidades financeiras, como, por exemplo, reduzir a alavancagem bancária, a expectativa de inflação e o crescimento do crédito bancário. Forbes, Fratzscher e Straub (2015) concluem que medidas de CFMs, apesar de reduzir algumas instabilidades financeiras, não apresentam grandes impactos em variáveis chaves como a taxa de câmbio e fluxos de capitais, mas ressaltam que a análise é apenas de curto prazo, pois não foram analisados os impactos para além de 6 meses.

Já outro resultado foi encontrado por Landi e Schiavoni (2021), que buscaram analisar a eficácia das CFMs de 1995 a 2015 para um conjunto de 100 países. Os controles analisados no artigo foram de entrada e saída de capitais de portfólio, investimento externo direto (IED) e outros. De acordo com os autores, as medidas de controle de capital se mostraram eficazes em reduzir a

¹⁰ <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/03/30/blog033122-why-the-imf-is-updating-its-view-on-capital-flows>

¹¹ Segundo Sampaio e Weiss (2020) a ênfase deve ocorrer nos controles de entrada. Os controles sobre a saída não são recomendáveis, exceto em caso de crise cambial aguda, porque o mercado pode perceber essa medida como um “confisco”.

volatilidade dos fluxos de capitais. O modelo utilizado no trabalho faz a diferenciação entre entrada e saída de capitais, entre economias avançadas e emergentes e o tipo de investimento.

Landi e Schiavone (2021) chegaram às seguintes conclusões. A primeira é a existência de uma redução na entrada e na saída de capital dos países, o que gera mais estabilidade cambial. Em relação às entradas em grande escala do capital, as medidas de controle de fluxo se mostraram eficientes em economias avançadas, mas não em economias emergentes. Já para a redução da saída de capitais em grande escala, os controles de fluxo se mostram eficientes para ambos os tipos de economia. Além disso, os autores chegaram à conclusão de que a utilização de medidas de controle de fluxo de capitais está associada a taxas de câmbio desvalorizadas em economias emergentes.

Bacchetta, Cordonier e Merrouche (2019) analisaram os determinantes da exposição cambial nas emissões de ativos corporativos em economias emergentes entre 2003 e 2015 em 17 países. Os achados foram que as empresas são mais propensas a emitir ativos em moedas estrangeiras quando as taxas de juros dos EUA estão baixas. Nesse contexto, foi encontrada significativa evidência de que controles de capitais sobre a entrada de ativos são eficazes para reduzir a emissão de dívida em moeda estrangeira. Esse efeito reduz parcialmente o impacto das variações das taxas de juros dos EUA sobre a economia de países emergentes, tornando esses países menos vulneráveis aos ciclos econômicos externos. Pode-se afirmar também que tal medida mitigaria o descasamento cambial (*currency mismatch*) nos balanços, fazendo com que desvalorizações tenham menor impacto financeiro sobre as empresas com passivo em moedas estrangeira.

O trabalho de Bianchi e Lorenzoni (2021) evidencia que a utilização de controles de capitais é efetiva em influenciar variáveis agregadas, porém a magnitude e a persistência desses impactos não são tão claras. De qualquer forma, os modelos apresentados indicam que as CFMs devem ser implementadas quando houver expectativas de baixa demanda agregada que afetem a economia real através de fricções. Diferentemente das reservas em moeda estrangeira que variam pró-ciclicamente, os controles de capitais são acíclicos e têm baixa volatilidade, portanto podem ser implementados em qualquer fase do ciclo econômico.

A análise no artigo de Erten, Korinek e Ocampo (2021) sobre os efeitos da CFM sobre as taxas de câmbio reais indicam que tais medidas de gerenciamento estão relacionadas a taxas de câmbio menos apreciadas. Através do trabalho de Erten e Ocampo (2017), que elaboraram o índice de pressão cambial (*foreign exchange pressure*)¹², foi possível identificar que essas medidas reduzem pressões cambiais em países emergentes e em desenvolvimento, ajudando a reduzir

¹² O índice de pressão cambial é definido pelos autores como a soma da taxa de variação cambial real e da acumulação de reservas cambiais, ponderadas pelo inverso de seus desvios padrão para compensar as diferentes volatilidades de cada variável.

apreciações reais da taxa de câmbio. Além disso, foi evidenciado que na maioria dos países analisados os controles de capitais foram eficazes em garantir mais autonomia à política monetária, pelo fato de essas regulações serem úteis para atenuar a intensidade dos ciclos econômicos associados ao padrão de expansão e recessão do financiamento externo em países emergentes e em desenvolvimento.

Pasricha e Nier (2022) em sua nota sobre a revisão da visão institucional do FMI analisam os benefícios e os custos das medidas de gerenciamento do fluxo de capitais a partir da literatura empírica recente. Os autores destacam primeiro trabalhos que encontram evidências de benefícios dos fluxos de capitais¹³ para os países receptores e investidores, como melhor alocação global de recursos, ampliação da oferta de crédito doméstica, ganho de competitividade, aumento de profundidade e liquidez dos mercados financeiros e desenvolvimento do mercado de capitais como um todo¹⁴. Porém, é destacado que as evidências apontam que os benefícios advindos da abertura financeira dependeriam da qualidade das instituições, do arcabouço doméstico de políticas e do desenvolvimento dos mercados financeiros domésticos.

Sobre os efeitos adversos da abertura financeira, fluxos de capitais poderiam aumentar a vulnerabilidade sistêmica, através, por exemplo, da alavancagem excessiva e descasamentos cambiais no estoque de dívidas em países com fraca regulação e supervisão financeiras. Além disso, diferentes trabalhos mostram maior probabilidade de crises bancárias e bolhas imobiliárias (*Ibid*). Nesse cenário as CFMs ou CFM/MPMs podem ser úteis.

Em relação à eficácia de CFMs, há evidências de que elas podem aumentar a autonomia de política monetária, principalmente em países com mercados cambiais pouco profundos (*Ibid*). Os autores destacam também que CFMs podem ter papel complementar às medidas macroprudenciais na redução de vulnerabilidades sistêmicas associadas à tomada de crédito externo. Outro ponto importante acerca de CFMs para a entrada é a possibilidade de limitar grandes influxos de capitais em curtos períodos de tempo, reduzindo a supervalorização cambial e inflação de ativos. Já as CFM/MPMs são potenciais medidas para gerenciar os riscos de estabilidade financeira decorrentes de alavancagem excessiva, dependência de financiamento de curto prazo e descasamentos cambiais. Essas medidas podem ser usadas de forma preventiva para gerenciar riscos futuros, mantendo-se em linha com o Integrated Policy Framework (IPF).

O modelo quantitativo do Integrated Policy Framework (FMI, 2020c) captura o papel das variações cambiais sobre o tradeoff entre inflação e estabilização do produto para EEDs. Em economias emergentes e em desenvolvimento foi observado que quanto maior o passivo externo

¹³ Tanto investimento direto como fluxos de portfólio.

¹⁴ Que são alguns dos benefícios “clássicos” apontados pela literatura Ver Forbes (2005).

líquido, maior o impacto de choques como depreciações cambiais e pressões de saída de capital sobre a inflação doméstica. Portanto, em economias com expectativas de inflação de médio prazo desancoradas, um choque cambial leva o banco central a elevar as taxas de juros a fim de manter a inflação estável, levando a um declínio da produção. Nesse caso o uso anticíclico de CFMs pode melhorar o *trade-off* produto-inflação enfrentado pela política monetária, reduzindo as contrações mais profundas na produção e a deterioração nos spreads. (FMI, 2020c).

No entanto, tais medidas devem ser usadas de forma cautelosa e, seguindo a visão institucional acerca dos fluxos de capitais (FMI, 2012), devem ser de uso limitado. As CFMs e MPMs não substituem bons fundamentos macroeconômicos, sendo removidas após choques e momentos de instabilidade. Alguns pontos abordados por Pasricha e Nier (2022) são que o uso frequente de medidas de gestão de fluxo pode gerar incertezas em relação aos investimentos, altos custos de manutenção para o governo e risco do efeito *spillover*, com investimento fugindo para outros países sem medidas dessa natureza. Também salientam a necessidade de revisão periódica da eficácia das diferentes medidas.

De maneira geral, a literatura parece identificar uma certa eficácia das medidas de CFM em afetar variáveis macroeconômicas como a taxa de câmbio e os juros, além dos fluxos de capitais. As medidas de controle de capitais e macroprudenciais são importantes mecanismos que podem ser adotados para gerenciar os fluxos de capitais a fim de tornar a economia menos vulnerável aos ciclos econômicos internacionais. Na próxima seção é feito um levantamento de medidas específicas adotadas por países emergentes a partir da crise financeira global de 2008.

3. Gestão de fluxos de capitais como estratégia para EED no período 2008-2020 - Países selecionados

As medidas de CFM apresentadas nesta seção foram retiradas dos documentos *Taxonomy of Capital Flow Management Measures* (IMF, 2020b) e do *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2020* (IMF, 2020a), ambos publicados pelo FMI.

A principal medida de CFM implementada pelo Brasil no período de análise foi o imposto sobre operações financeiras (IOF) sobre entradas relacionadas a empréstimos externos, introduzido em janeiro de 2008. Em outubro de 2009 foi implementado o IOF sobre diferentes tipos de fluxos de capital, por exemplo, títulos de renda fixa, ações, depósitos de margem, contratos de derivativos e investimento direto externo. Essas taxas foram sendo gradualmente aliviadas com reduções do vencimento máximo e reduções da alíquota entre os anos de 2012 e 2016. Atualmente, a maior parte

das taxas foi reduzida para 0% e o vencimento máximo, que em alguns casos era de 720 dias, foi reduzido para 180 dias.

Erten, Korinek e Ocampo (2021) identificam que as medidas adotadas pelo Brasil apresentaram efeitos de *spillover*, em que foi percebida uma queda da entrada de investimento em carteira no Brasil e um aumento desse investimento em outros países na América Latina. Forbes et al. (2012) também identificam tal efeito de fuga de investimento para países semelhantes e que parte do efeito dessas medidas sobre os investidores internacionais foram provavelmente impulsionados por mudanças em suas expectativas sobre políticas futuras, e não pelo custo direto do IOF do Brasil. Isso mostra a necessidade de medidas coordenadas, expressa em Giordani et al. (2017). Quando um país impõe controles sobre o capital, a tendência do capital mais especulativo é de se alocar em outros mercados. Esse efeito também é encontrado no trabalho de Pasricha et al. (2018), que encontrou evidências de o capital fluir para países com características econômicas similares que não apresentam controles.

Chamon e Garcia (2016) não encontraram efeitos significativos de controles sobre a apreciação na taxa de câmbio no Brasil durante o período de 2009 a 2011, mas a partir de 2011 a taxa de câmbio se depreciou fortemente após a adoção de um imposto sobre derivativos. No entanto, os autores afirmam que esta desvalorização pode estar relacionada a outros fatores como a política monetária. Vários países tiveram uma tendência de desvalorização cambial a partir de 2011/2012 (possivelmente relacionada às instabilidades na zona do euro) e nesse mesmo período foram reduzidos ou retirados alguns tipos de controles.

Impostos como o IOF são um tipo de CFM que podem ser adotados tanto na entrada quanto na saída de capitais, porém há outros mecanismos como é o exemplo dos limites. A Coreia do Sul adotou em outubro de 2010 limites à entrada de capitais em que foi definido um máximo de derivativos em moeda estrangeira para os bancos comerciais. O máximo de derivativos em moeda estrangeira para bancos domésticos é de 50% em relação ao total de derivativos e 250% para filiais de bancos estrangeiros instalados no país. Essa medida é também um exemplo do que o FMI classifica como sendo, ao mesmo tempo, uma CFM e uma medida macroprudencial. Segundo Fritz e Prates (2013), essa medida visava reduzir a captação externa do setor bancário e ajudou a manter o endividamento externo abaixo dos níveis pré crise global de 2008 e a limitar as operações de derivativos de câmbio *onshore*. Essa e algumas outras medidas de CFM adotadas na Coreia do Sul entre 2010 e 2011 contribuíram para isolar a taxa de câmbio de pressões de valorização resultantes de fluxos de curto prazo para os bancos, além de manter o won relativamente estável.

Segundo o IMF Staff Report de 2022 para a Argentina¹⁵, o país é um caso em que, devido a crises recorrentes em sua economia, foram adotados diversos mecanismos de CFM e medidas macroprudenciais. Uma primeira onda de medidas para evitar saídas de capitais ocorreu durante os anos de 2011 e 2012, introduzindo limites e requisitos para aprovar transações com moedas estrangeiras, proibição de seguradoras locais de realizar investimentos no exterior e o estabelecimento de requerimento de resgate de 15 dias úteis, que consiste na obrigação de vender receitas de exportações em moeda estrangeira dentro de um prazo específico.

A maior parte dessas medidas de CFM foi revogada durante o governo Macri (2015-2019), mas devido a uma piora substancial da economia argentina em 2018, causada em parte pelo aumento da taxa de juros dos EUA, o governo teve que retomar algumas medidas de CFM. Uma delas foi o limite para os bancos de deter no máximo 65% de seus depósitos ou 100% do seu capital em títulos do BCRA¹⁶, adotada em fevereiro de 2019. Outra foi um limite de compra de dólares por residentes para reduzir os efeitos de saídas. Segundo Batini, Borensztein e Ocampo (2020), a velocidade e a sequência de liberalização da conta financeira argentina deveriam ter sido mais cautelosas. Era necessário que maiores progressos fossem alcançados na solidificação de um quadro de política monetária e fiscal sólidos e críveis.

Já um país que adotou medidas de CFM/MPM e as mantém inalteradas até hoje é a Indonésia. Em janeiro de 2015, corporações não-bancárias com dívida em moeda estrangeira foram obrigadas a implementar princípios prudenciais com uma taxa de cobertura mínima de moeda estrangeira frente à rupia. A partir de 2016, essa taxa era de pelo menos 25% dos passivos cambiais líquidos com vencimento em seis meses. A outra parte da medida foi garantir um índice mínimo de liquidez de 70%, fornecendo ativos em moeda estrangeira suficientes para atender os passivos em moeda estrangeira com vencimento em até 3 meses do fim do trimestre. A outra medida foi um rating de crédito mínimo não inferior a BB- para a instituição financeira que está emprestando o dinheiro, emitido por uma agência de rating reconhecida pelo seu banco central (Bank Indonesia). Essas medidas visam reduzir a vulnerabilidade externa causada pelo endividamento das empresas não-bancárias, daí seu caráter macroprudencial. O FMI (2019) afirma que essas medidas de regularização cambial ajudaram a moderar os riscos da dívida externa corporativa, porém deve ser aprimorada, estendendo sua cobertura a todos os passivos cambiais.

O aumento da vulnerabilidade corporativa é uma consequência possível do processo de liberalização financeira de um país. No caso da Índia, o FMI (2018) afirmou que a maior

15

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/03/25/Argentina-Staff-Report-for-2022-Article-IV-Consultation-and-request-for-an-Extended-515742>

¹⁶ BCRA = Banco Central de la República Argentina

liberalização dos empréstimos comerciais externos deve ser cautelosa e cuidadosamente monitorada pelo banco central indiano, o Reserve Bank of India (RBI), dadas as contínuas vulnerabilidades corporativas. O artigo IV de 2018 do FMI afirma também que a estrutura de gerenciamento de fluxos de capitais da Índia está se movendo na direção geral da liberalização da conta financeira. Ao longo dos anos 1990 e 2000 a Índia adotou diversas medidas de CFM, porém estas foram sendo retiradas ou reduzidas. A medida relevante mais recente adotada foi em setembro de 2015, em que o esquema *Masala Bond* permitiu que as empresas emitissem títulos denominados em rúpias em mercados estrangeiros com vencimento mínimo de 5 anos com restrições de uso final.

O esquema *Masala Bond* possibilitou novas formas de investimento externo, reduzindo a volatilidade da rupia indiana e atraindo investimentos de longo prazo para projetos de infraestrutura. Como os títulos são emitidos em rupias no mercado externo, o risco de desvalorização cambial é transferido para o investidor externo, tornando essa medida interessante para os tomadores de empréstimos domésticos. Tal medida foi uma resposta do governo indiano a uma grande fuga de capitais nos anos anteriores. Segundo Shi (2017) o programa conseguiu emitir títulos de 3 a 15 anos, gerando um caráter de longo prazo, tornando o mercado de capitais da Índia mais resiliente e abrindo o caminho para investidores internacionais e empreendedores domésticos se beneficiarem dos fortes fundamentos econômicos da Índia.

A Turquia também adotou medidas de CFM que valem a pena ser mencionadas. O país vem sofrendo desde meados de 2018 com altas taxas de inflação e desvalorização cambial. Nesse sentido, uma medida de CFM adotada pelo Ministério das Finanças e do Tesouro turco foi a de exigir a repatriação de pelo menos 80% das receitas com exportação. Com essa medida, os rendimentos relativos a transações de exportação realizadas por residentes na Turquia devem ser transferidos para o banco central turco (Central Bank of the Republic of Turkey) em até 180 dias a partir da data da exportação efetiva. Tal medida tem como objetivo reduzir a saída de divisas da economia e evitar mais desvalorizações cambiais. Outra CFM adotada em agosto de 2018 foi sobre operações de *swap* de bancos com não-residentes, que não podem exceder 50% do capital regulatório. A grande desvalorização cambial da lira de 2018 a 2022 aumentou a demanda por tal investimento, assim a medida destinava a desencorajar a venda a descoberto da lira turca no mercado externo. Ambas as medidas não foram adotadas de forma preventiva, mas sim após grandes saídas de capitais do país, tornando os efeitos dessas medidas mais difíceis de serem avaliados.

4. Particularidades brasileiras

Dado que um dos objetivos aqui é pensar instrumentos para o Brasil, além de analisar instrumentos aplicados em outros países, temos que entender como o arranjo macroeconômico e a estrutura econômica doméstica condicionam, constroem ou favorecem o uso destes. Com esse fim, serão tratados três aspectos: o regime de metas de inflação, o equilíbrio do balanço de pagamentos, e o funcionamento do mercado cambial brasileiro, especialmente o de derivativos cambiais.

Desde 1999 o Brasil adota o regime de metas de inflação (RMI), que consiste no controle da inflação pelo manejo da taxa de juros de curto prazo (variável instrumental), a taxa Selic no nosso caso. Esta, por sua vez, age por diferentes mecanismos de transmissão¹⁷, afetando a demanda agregada (produto e emprego) e então o nível de preços (objetivo final)¹⁸. A questão é que no Brasil tais mecanismos sofrem uma série de obstruções e evidências empíricas indicam que a taxa de câmbio é principal canal pelo qual a taxa de juros impacta a inflação, dado o elevado repasse (*pass-through*) da taxa de câmbio para a inflação¹⁹. Segundo Fritz, Paula e Prates (2018) o mau funcionamento de alguns canais de transmissão da política monetária se dá pela menor oferta de crédito em relação ao PIB, pelo baixo desenvolvimento do mercado de capitais que torna a despesa interna menos sensível ao efeito riqueza e pela alta volatilidade da taxa de câmbio, que eleva a taxa de inflação, levando os bancos centrais a conduzir a taxa de juros de forma a reduzir as volatilidades cambiais. Pimentel, Luporini e Modenesi (2016) identificaram que, além de elevado, há uma forte assimetria no repasse cambial, com 11.38% de *pass-through* de depreciação e 2.84% no caso de apreciação no período 1999-2013.

Um dos principais objetivos do uso de CFMs é proporcionar maior autonomia de política monetária, ao reduzir o impacto dos juros sobre os fluxos de capitais e, conseqüentemente, o câmbio²⁰. Temos, portanto, uma incompatibilidade entre o objetivo dos CFMs e o funcionamento do RMI no país. Se a maior autonomia for atingida, a eficácia do RMI será comprometida, pois seu principal mecanismo de transmissão será obstruído, uma vez que é necessário que o câmbio se valorize para que a elevação de juros reduza a inflação. Ademais, se CFMs levarem à depreciação

¹⁷ Sendo os principais o canal do crédito, do câmbio, do valor dos ativos, das expectativas e das taxas de juros. Para a descrição dos instrumentos, bem como as obstruções destes no Brasil, ver Barboza (2015).

¹⁸ Além das obstruções mencionadas, a própria ideia de usar a taxa de juros como instrumento principal de combate à inflação é alvo de críticas de teóricos pós-keynesianos, especialmente porque pressupõe que a inflação será sempre decorrente de excesso de demanda. Ver Davidson (2006).

¹⁹ O câmbio impacta tanto o custo de *tradables* como de *non-tradables*, dada a parcial indexação cambial de preços administrados.

²⁰ A compra ou venda de reservas internacionais com posterior esterilização poderia cumprir parcialmente tal função, com a desvantagem de gerar custos fiscais no caso do acúmulo e com risco de esgotamento do estoque ao se tentar conter fortes desvalorizações.

cambial para qualquer nível de juros (ou de diferencial ajustado pelo risco), tal incompatibilidade será reforçada. Ainda que se considerem os potenciais efeitos benéficos de médio e longo prazo sobre a estrutura produtiva doméstica, enquanto o país não dispôr de uma política anti-inflacionária compatível com uma taxa de câmbio real desvalorizada, o uso de CFMs seria conflitante com o controle da inflação. A saída passa, portanto, por medidas que aumentem a eficácia dos mecanismos de transmissão da política monetária e/ou por uma política de combate à inflação que dependa menos dos juros e que envolva instrumentos discricionários complementares (Weiss e Sampaio, 2022).

Tal relação sugere, por um lado, que o momento propício à adoção de controles sobre a entrada seria o de alta liquidez internacional, contando que o efeito se restrinja a uma menor apreciação do que com livre movimentação. Por outro, se tal ciclo decorrer de altas nos preços de *commodities*, os riscos inflacionários aumentam, por conta da pressão de custos gerada (Angelico e Oliveira, 2022). Sendo o Brasil um exportador de *commodities*, os efeitos inflacionários de altas nos preços internacionais tendem a ser mitigados por valorizações cambiais, mas ao instituir controles sobre entrada, esse amortecimento poderia não ocorrer²¹.

O segundo aspecto é o equilíbrio do balanço de pagamentos. Uma conta financeira aberta permitiria que um país mantivesse déficits estruturais na conta de transações correntes, elevando seu grau de dependência dos ciclos internacionais de liquidez (Angelico e Oliveira, 2022). No Brasil, desde a adoção do câmbio flutuante (1999) e 2021, só houve superávit em transações correntes²² em 4 anos, entre 2003 e 2006, após a forte desvalorização da taxa real em 2002 e os altos preços de *commodities* vigentes no período, o que evidencia a posição do país como estruturalmente deficitário²³. Além disso, apesar de o saldo na balança de bens ter sido positivo em quase todos os anos (exceto 1999, 2000 e 2014), as balanças de serviços e de rendas primárias foram deficitárias em todo o período, o que reflete, entre outras coisas, o perfil pouco sofisticado da inserção externa do país²⁴.

Assim, os possíveis impactos sobre os fluxos líquidos de capitais são uma restrição de primeira ordem, dado que o ajuste “estrutural” na conta corrente (melhora no saldo comercial e/ou na conta de rendas) tende a ser lento e o de curto prazo será necessariamente restritivo (redução de

²¹ Segundo o Banco Central do Brasil (BCB,2022), a combinação de alta de preços de *commodities* com desvalorização cambial geraram uma inflação importada que respondeu por 4,4 pontos percentuais (p.p.) do desvio de 6,3 p.p. da meta de 2021.

²² Dados do Banco Central do Brasil.

²³ Que também pode ser depreendida da posição de devedor líquido do país (valor líquido negativo da posição de investimento internacional) desde 2001 (início da série).

²⁴ O país tem, como principais produtos de exportação bens primários, como soja e minério de ferro (dados da plataforma Comex Stat do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços). Além disso, tem baixa integração em cadeias globais de valor e não tem empresas líderes globais em setores dinâmicos, tampouco comandando cadeias regionais ou globais.

importações via depreciação cambial²⁵). Nem mesmo altos volumes de reservas internacionais aliviam essa restrição, dado que a redução continuada destas poderia gerar expectativas de novas depreciações, acelerando a fuga de capitais.

Portanto, aqui se reforça a ideia de que a instituição de CFMs tem que levar em conta os possíveis efeitos sobre os fluxos líquidos no curto, médio e longo prazo e, por isso, o momento mais apropriado seria a imposição de controles sobre entrada em momentos de alta liquidez. Mesmo Erten, Korinek e Ocampo (2021) argumentando que controles quantitativos sobre saída são eficientes, se isso levar em menores entradas nos períodos seguintes, o instrumento pode não ser o mais apropriado ao país.

Por fim, é preciso levar em conta o funcionamento do mercado cambial brasileiro para se conjecturar sobre a efetividade dos instrumentos. Dado o alto grau de abertura do mercado de derivativos, seus diversos instrumentos, alta liquidez e volume, as posições assumidas nesse mercado é que determinam a taxa de câmbio à vista (Rossi, 2016). Essas posições, por sua vez, se fundamentam nas expectativas, se há expectativa de baixa do dólar, opera-se vendido nessa moeda e vice-versa, dando ao mercado (e conseqüentemente à taxa de câmbio) um caráter muito especulativo²⁶ e ainda mais dependente das condições externas, já que movimentos no câmbio prescindem de movimentos nos fluxos.

Essas características trazem algumas implicações no uso de CFMs. Dado que a causalidade é do mercado de derivativos para o à vista, medidas aplicadas diretamente sobre o primeiro poderiam contribuir para mitigar a instabilidade cambial²⁷, mas sua importância vai além, relacionando-se também à efetividade de CFMs aplicadas sobre a conta financeira. A adoção de CFMs não diretamente relacionadas ao mercado de derivativos poderia afetar as expectativas de tal forma que mesmo sem qualquer movimentação de fluxos, a taxa de câmbio poderia apresentar grandes variações, tornando as CFMs desestabilizadoras. Além disso, pelo grau de sofisticação desse mercado e seus múltiplos canais, aumenta-se a possibilidade de evasão de medidas regulatórias. Nesse sentido, a adoção de controles sobre fluxos da conta financeira teria que vir necessariamente acompanhada da redução da liquidez do mercado de derivativos.

Em suma, a decisão da adoção de CFMs tem que levar em conta as especificidades do país e essas medidas não podem ser vistas como uma panaceia ou como forma de corrigir inconsistências no arcabouço macroeconômico. As CFMs devem ser vistas como medidas permanentes de um conjunto mais amplo de políticas econômicas (fiscal, monetária, etc.), que reforça e aja na mesma direção dos demais. O que temos agora, é uma situação de conflito entre elas. É preciso mudanças

²⁵ A velocidade do ajuste depende das elasticidades-preços de importações e exportações, dentre outros fatores.

²⁶ Orsi (2019) mostra que a utilização de uma moeda exclusivamente para investimentos de curto prazo e especulativo não melhora sua posição, como é o caso do Real brasileiro e moedas periféricas.

²⁷ Como o supracitado IOF implementado em 2008.

estruturais e políticas não triviais e por mais paradoxal que seja, a imposição de controles passa também por uma menor dependência prévia de recursos externos.

5. Considerações finais

Neste artigo foram exploradas brevemente as implicações de um SMFI hierarquizado sobre as EED, que se traduzem principalmente em um maior nível de taxa de juros e maior instabilidade da taxa de câmbio, o que afeta a estabilidade da economia como um todo. Buscando se proteger das instabilidades associadas aos fluxos internacionais de capitais, as EED passaram a acumular altos volumes de reservas internacionais e, em menor medida, estabelecer linhas de bilaterais de *swap* e participar de arranjos financeiros regionais. Tais medidas, no entanto, tendem a ser insuficientes, já que apenas mitigam os efeitos da alta mobilidade de capitais. Nesse sentido, argumenta-se que as medidas de gestão de fluxos de capitais são instrumentos mais eficientes.

Na segunda seção foi mostrado que a literatura empírica sugere que as medidas de CFM podem ser eficazes para tornar a economia menos vulnerável aos ciclos de liquidez internacional. A ampla variedade de CFMs e MPMs permitem aos países emergentes adotarem diversas estratégias para gerenciar os fluxos de capitais. A forma pela qual é adotada a CFM varia de cada país conforme a circunstância e a necessidade específica de cada economia. Dependendo do tipo de medida, o resultado pode ser benéfico ou pode não ter o impacto desejado.

Foram analisadas na seção 3 medidas adotadas por algumas EED e foi possível ver os diversos arranjos de CFMs de acordo com cada economia, mas que tais medidas ainda não são amplamente utilizadas. A regulamentação dos fluxos de capitais é um instrumento que pode ser incorporado no conjunto de políticas econômicas das EED para reduzir as vulnerabilidades externas. Não se pode negligenciar os obstáculos políticos e operacionais à adoção de tais instrumentos, mas isso só reforça a necessidade do aprofundamento dos estudos sobre o tema para serem pensadas formas viáveis de CFMs.

Na quarta seção foi evidenciado que as características da economia brasileira de exportação de commodities e de déficits recorrentes em transações correntes podem gerar custos na adoção de CFMs. Portanto idealmente devem ser adotadas em conjunto em momentos de alta liquidez internacional e serem complementares a um arcabouço macroeconômico bem estabelecido.

A fragilidade das EED no SMFI contemporâneo é estrutural. Medidas multilaterais como a adoção de uma moeda emitida por uma instituição supranacional como o FMI ou ao menos o fortalecimento dos Direitos Especiais de Saque, são medidas que mitigariam tal fragilidade. No entanto, são opções pouco factíveis no curto e médio prazo. Portanto, cabe às EED adotarem

políticas econômicas visando tornar suas economias menos voláteis aos ciclos de liquidez internacionais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALAMI, I.; ALVES, C.; BONIZZI, B.; KALTENBRUNNER, A.; KODDENBROCK, K.; KVANGRAVEN, I.; POWELL, J.(2022). International financial subordination: a critical research agenda, *Review of International Political Economy*. <https://doi.org/10.1080/09692290.2022.2098359>
- ANGELICO, D.G.; OLIVEIRA, G.C. (2022). Revisitando o conceito da paridade descoberta de juros: uma interpretação Keynesiana-Estruturalista para o uso de controles de capital. *XV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB) (2022). Relatório de Inflação, vol. 24, n.1, março.
- BACCHETTA, P.; CORDONIER, R.; MERROUCHE, O.. (2019). The Rise in Foreign Currency Bonds: The Role of Capital Controls.
- BATINI, N.; BORENSZTEIN, E.; OCAMPO, J. A. (2020). IMF Advice on Capital Flows to Latin America. IEO Background Paper BP/20-02/06 for IEO Evaluation of “IMF Advice on Capital Flows” (Washington: International Monetary Fund).
- BARBOZA, R. M.. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 35, n° 1 (138), pp.133-155, jan-mar, 2015.
- BIANCHI, J.; LORENZONI, G. (2021). The Prudential Use of Capital Controls and Foreign Currency Reserves. *National Bureau of Economic Research*.
- CARNEIRO, R. Globalização e inconvertibilidade monetária. (2008). *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 28, p. 539-556.
- CARVALHO, F. J.; SICSÚ, J. (2004). Controvérsias recentes sobre controles de capitais. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 24, p. 163-185.
- CHAMON, M.; GARCIA, M. (2016). Capital controls in Brazil: effective?. *Journal of International Money and Finance*, v. 61, p. 163-187.
- COHEN, B. J. (1998) *The geography of money*. Ithaca: Cornell University Press.
- CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D.. (2014). A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, v. 23, p. 341-372.
- DAVIDSON, P. (2006). Can, or should, a central bank inflation target? *Journal of Post Keynesian Economics*, 28:4, 689-703
- EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R., & PANIZZA, U. (2005). The pain of original sin. Other people’s money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies, 13-47.
- ERTEN, B.; KORINEK, A.; OCAMPO, J. A.. (2021). Capital controls: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, v. 59, n. 1, p. 45-89.
- ERTEN, B.; OCAMPO, J. A.. (2017). Macroeconomic effects of capital account regulations. *IMF Economic Review*, v. 65, n. 2, p. 193-240.

- FORBES, K.; FRATZSCHER, M.; STRAUB, R.. (2015). Capital-flow management measures: What are they good for? *Journal of International Economics*, v. 96, p. S76-S97.
- FORBES, K., FRATZSCHER, M., KOSTKA, T., & STRAUB, R. (2012). Bubble thy neighbor: portfolio effects and externalities from capital controls (No. w18052). National Bureau of Economic Research.
- FRITZ, B.; DE PAULA, L. F.; PRATES, D. M. (2018). Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 15, n. 2, p. 208-218.
- FRITZ, B.; PRATES, D. (2014). The new IMF approach to capital account management and its blind spots: lessons from Brazil and South Korea. *International Review of Applied Economics*, v. 28, n. 2, p. 210-239.
- FORBES, K.J. (2005) Capital controls: Mud in the wheels of market efficiency. *Cato Journal*, Vol. 25, Nº 1, 2005a.
- GIORDANI, P.; RUTA, M; WEISFELD, H.; ZHU, Ling E. (2017).Capital flow deflection. *Journal of International Economics*, v. 105, p. 102-118.
- IMF (2012). The liberalization and management of capital flows: an institutional view. *IMF Policy Paper*, 2012.
- IMF (2020a). Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2020b). Taxonomy of Capital Flow Management Measures (CFMs). Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2020c). IMF Policy Paper: Toward an Integrated Policy Framework. Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2022). Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows.*IMF Policy Paper*, march.
- LANDI, V. N.; SCHIAVONE, A. (2021) The effectiveness of capital controls. *Open Economies Review*, v. 32, n. 1, p. 183-211.
- MACALÓS, J. P. S.; ROSSI, P. (2022) Up the stairs, down in the elevator? The asymmetric response of emerging market currencies to the global liquidity cycle, *Cambridge Journal of Economics*. <https://doi.org/10.1093/cje/beac026>
- ORSI, B. S.L.(2019). Currency Internationalisation and Currency Hierarchy in Emerging Economies: The Role of the Brazilian Real. 2019. Tese de Doutorado. University of Leeds.
- ORSI, B.; KALTENBRUNNER, A.; DYMSKI, G. (2020) Currency Hierarchy and the Nature of the Internationalisation of Peripheral Currencies. Disponível em: https://www.boeckler.de/pdf/v_2021_10_30_orsi.pdf.
- PASRICHA, G. K.; FALAGIARDA, M.; BIJSTERBOSCH, M.; AIZENMAN, J.. (2018) Domestic and multilateral effects of capital controls in emerging markets. *Journal of International Economics*, v. 115, p. 48-58.

- PASRICHA, G. K., & NIER, E. (2022). Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows—Background Note on Capital Flows and Capital Flow Management Measures—Benefits and Costs. Policy Papers, 2022(009).
- PIMENTEL, D. M., LUPORINI, V., & MODENESI, A. D. M. (2016). Assimetrias no repasse cambial para a inflação: uma análise empírica para o Brasil (1999 a 2013). *Estudos Econômicos* (São Paulo), 46, 343-372.
- REBUCCI, A.; MA, C. (2019). Capital controls: A survey of the new literature.
- REY, H.. (2015) Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, NBER Working paper 21162.
- ROSSI, P. (2016). Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação (1a ed.). Rio de Janeiro: Editora FGV.
- SAMPAIO, A. V.; WEISS, M. A. (2020). A instabilidade do sistema monetário internacional e estratégias recentes dos países emergentes. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, p. 11-44.
- SERRANO, F. (2010). Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. *Brazilian Journal of Political Economy*, 30, 63-72.
- SHI, L. (2017). Masala bond program—nurturing a local currency bond market.
- TIGRE, M. C. B. (2022) A hierarquia do sistema monetário internacional e a taxa de câmbio em países emergentes. *Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Ciências Econômicas)*. Universidade Federal Fluminense, Faculdade de Economia, Niterói.
- WEISS, M.A. ; SAMPAIO, A.V. (2022) . A inflação brasileira pós-pandemia e as limitações do regime de metas de inflação: uma abordagem pós keynesiana. *XV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*.