

MARCOS C. BASTOS TIGRE
ADRIANO V. SAMPAIO

ECONOMIAS EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO E AS MEDIDAS DE GESTÃO DE FLUXOS DE CAPITALIS: EVIDÊNCIAS E DESAFIOS

Recebido em 10/12/2024

Aprovado em 24/04/2025

DOI: 10.69585/2595-6892.2025.1211

ECONOMIAS EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO E AS MEDIDAS DE GESTÃO DE FLUXOS DE CAPITAIS: EVIDÊNCIAS E DESAFIOS

Resumo

No sistema monetário e financeiro internacional, caracterizado por alta mobilidade de capitais e uma rígida hierarquia de moedas, as economias emergentes e em desenvolvimento (EED) são mais vulneráveis às instabilidades nos fluxos de capital, tornando necessária a adoção de medidas de gestão de fluxos de capital (CFMs). O objetivo deste artigo é discutir esses instrumentos com base nas contribuições teóricas e empíricas mais recentes. A literatura demonstra que as CFMs podem reduzir vulnerabilidades externas e, portanto, devem ser incorporadas às políticas econômicas das EED. No entanto, o melhor desenho dessas medidas depende dos objetivos e das características de cada economia. Além disso, há consideráveis obstáculos à adoção desses instrumentos, como ilustrado pelo caso brasileiro.

Palavras-chave: medidas de gestão de fluxos de capital; economias emergentes e em desenvolvimento; hierarquia de moedas; vulnerabilidade externa

MARCOS C. BASTOS TIGRE

Mestre em Economia pelo IE-UFRJ.

Email: marcosbtigre@gmail.com

Orcid: <https://orcid.org/0009-0000-5845-6738>

ADRIANO V. SAMPAIO

Doutor em Economia pelo IE-Unicamp.

Email: Avsampaio@gmail.com

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-1866-4118>

Abstract

In the international monetary and financial system, with high capital mobility and a rigid currency hierarchy, emerging and developing economies (EDEs) are more vulnerable to capital flow instabilities, making the use of capital flow management measures (CFMs) necessary. The aim of this paper is to discuss such instruments based on the most recent theoretical and empirical contributions. The literature shows that CFMs can reduce external vulnerabilities and should therefore be incorporated into the economic policies of EDEs. However, the best design depends on the objectives and the characteristics of each economy. Furthermore, there are considerable obstacles to the adoption of such instruments as illustrated by the Brazilian case.

Keywords: capital flow management measures; emerging and developing economies; currency hierarchy; external vulnerability

I. 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 debate. Se por um lado atualmente há amplo reconhecimento de que os fluxos de capitais têm efeitos desestabilizadores sobre o câmbio, juros e a própria estabilidade macroeconômica destas economias, as maneiras de mitigar tais efeitos ainda são motivo de controvérsia. Problemas regulatórios e o baixo desenvolvimento de mercados financeiros nas EED eram apontados como fatores determinantes na explicação da vulnerabilidade aos fluxos de capitais (Eichengreen *et al.*, 1999; Fischer, 2002). Correntes heterodoxas, por sua vez, dão destaque a fatores estruturais, especialmente a hierarquia monetária, e defendem o uso de medidas que reduzam a mobilidade internacional de capitais, como se verá na seção dois. A resistência ao uso das chamadas medidas de gestão de fluxo de capitais ou *capital flow management measures* (CFMs) foi se reduzindo ao longo do tempo. 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, o que é mostrado na subseção 3.1.

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 disso, busca identificar os desafios associados à implementação de medidas dessa natureza em EED.

Além desta introdução e das considerações finais, o artigo é composto por cinco 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 acerca de seus custos e benefícios. A seção quatro 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 são o objeto da quinta seção.

2. Hierarquia monetária e os países emergentes

Historicamente, 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 (além de instáveis) no primeiro grupo, 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*). Dentre os primeiros, temos a taxa de juros, inflação e indicadores fiscais, entre outros. Os fatores externos podem ser resumidos nas condições de liquidez internacional, determinada, entre outros fatores, pelas taxas de juros das EA (especialmente EUA) e pela preferência pela liquidez ou aversão ao risco dos investidores internacionais, sendo o VIX¹ um indicador de amplo uso².

A literatura heterodoxa em geral 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 EUA³.

A abordagem pós-keynesiana da hierarquia de moedas trata essa questão como algo estrutural, de um sistema monetário-financeiro internacional

¹ 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.

² Gelos, Patelli e Shim (2024) destacam que desde 2015 esse indicador vem perdendo importância na explicação dos determinantes dos fluxos de títulos denominados em moeda local de EED.

³ 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.

(SMFI) hierarquizado, em que o dólar exerce o papel de moeda central. As moedas das demais 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 EED⁴ não conseguem exercer plenamente suas funções em outros países e regiões e muitas vezes nem mesmo no plano doméstico⁵, especialmente a função 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 proporcionados pelas altas taxas de juros.

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, fenômeno chamado por Eichengreen, Hausmann e Panizza (2005) de pecado original (*original sin*⁶).

É, portanto, um sistema assimétrico⁷. Enquanto as economias avançadas condicionam os ciclos de liquidez internacional ao definir suas taxas de

⁴ O autor trabalha com a ideia de uma pirâmide monetária, com a moeda central no topo e as das EED na base.

⁵ Neste caso, uma moeda estrangeira (como o dólar ou o euro) substituiria parcial ou completamente a moeda doméstica nas funções de denominação de contratos, reserva de valor e até como meio de pagamento.

⁶ Uma discussão atual sobre o tema é feita por Onen, Shin e Peter (2023).

⁷ 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 têm múltiplas manifestações e determinantes.

juros⁸, as EED absorvem 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 no sistema como um todo, mas especialmente nas EED.

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, especialmente pela acumulação de reservas internacionais, facilitada pela alta liquidez internacional e os altos preços de *commodities*. Adicionalmente, as EED constituíram instrumentos como 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. A relativa resiliência dessas economias diante das fortes turbulências da crise financeira global de 2007-08, especialmente quando comparada às instabilidades da década de 1990, sugere que essa estratégia foi acertada.. No entanto, tais instrumentos 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 para reduzir as vulnerabilidades às quais estão sujeitas as EED (Sampaio e Weiss, 2020).

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

⁸ Isso não exclui a possibilidade de que fatores domésticos das EED prevaleçam sobre as condições externas, ou seja, que uma EED experimente desvalorização cambial e altas de juros longos mesmo com reduções de juros nas EA.

para os países. Contudo, continuou ressaltando que os controles de capitais possuem riscos, que seu uso deve ser feito de maneira prudencial e como recurso de última instância (IMF, 2012).

3. Mecanismos de gestão de fluxos de capitais: definições e evidências empíricas

3.1 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. No documento em que apresenta a visão institucional do órgão sobre a Liberalização e Gestão dos Fluxos de Capitais (Institutional View - IV), o FMI (IMF, 2012, p. 40) classifica como CFMs medidas cuja finalidade seja limitar os fluxos de capitais, ou seja, o que se conhece como controles de capitais. As CFMs podem ser divididas em dois grupos. O primeiro é composto pelas residency-based CFMs, instrumentos que visam limitar o volume ou influenciar a composição dos fluxos de capitais, a partir da distinção da residência de sua origem, residentes ou não residentes. Medidas cujo objetivo seja limitar os fluxos de capitais, mas que não discriminam com base na residência, são chamadas de Outras CFMs. Há ainda medidas com duplo propósito, limitar fluxos de capitais e reduzir o risco financeiro sistêmico e são classificadas como CFM e MPMs (medidas macroprudenciais – Macroprudential Measures – MPMs) (IMF, 2012, p.21).

O conjunto de medidas que podem ser adotadas pelos governos varia de acordo com as circunstâncias. Segundo o FMI (IMF, 2022), em relação às medidas de CFMs, possíveis controles sobre entrada envolvem 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. CFMs para saída de capitais abrangem, por exemplo, impostos sobre a retirada de capital do país sobre não

residentes e requerimentos de repatriação, que consistem na necessidade de internalizar receitas de exportações e converter certa porcentagem para a moeda doméstica.

De acordo com IMF (2022), exemplos de medidas macroprudenciais (MPM) são limites de loan-to-value, que consistem na razão entre o valor dos empréstimos e dos ativos; limites de debt-to-income, ou seja, na razão entre a dívida e a renda; exigência de reservas maiores sobre passivos cambiais dos bancos do que sobre os em moeda local; e requisitos mínimos de capital para instituições financeiras. Como exemplos de medidas que são ao mesmo tempo CFM e MPM podem ser citados os limites ao endividamento externo por bancos e maiores requerimentos de reservas sobre passivos para não residentes quando comparados aos residentes.

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, como nos casos em acordos que limitam o uso de controle de capitais⁹. Nesses casos, as medidas macroprudenciais contracíclicas podem ter papel importante para administrar a 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.

Distinções adicionais 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 (inflows) ou para a saída (outflows) de capitais e o tipo de investimento, como o Investimento Estrangeiro Direto, investimento de portfólio em ações ou títulos e outros tipos de investimentos. A segunda

⁹ 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 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).

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. Outra distinção é entre medidas voltadas 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 mundo e as que afetam os residentes, ao impor limites de transações internas com divisas estrangeiras.

Outra distinção, 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), a adoção de CFMs é mais eficaz quando feita conjuntamente por economias emergentes, pois, caso um país adote um controle individualmente, o capital pode fluir para países com economias semelhantes, mas que não fazem uso desses instrumentos. Isso é chamado de efeito transbordamento (*spillover effect*).

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 conjunto de instrumentos 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. Analogamente, defendia a adoção de CFM/MPMs sobre entradas no caso de surtos de entrada de capital (capital inflow surge) para evitar sobrevalorização do câmbio, superaquecimento econômico e 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. Diante da emergência de riscos financeiros sistêmicos, as MPMs ou CFM/MPMs seriam mais recomendadas. No caso de perda de autonomia de política monetária¹⁰ ou desestabilização econômica decorrente 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 entradas¹¹. 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. Pela posição institucional atualizada, 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

¹⁰ Entendida, de forma geral, como a baixa ou nula capacidade de definir a taxa de juros básica com relativa independência da internacional (dos EUA).

¹¹ 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)

de capitais, vulnerabilidades podem estar presentes por conta de picos de entrada anteriores ou gradualmente ao longo do tempo (IMF, 2022).

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 (IMF, 2022). 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 o potencial destes de limitar grandes influxos de capitais em curtos períodos, reduzindo a sobrevalorização cambial e a inflação de ativos. Já as CFM/MPMs são potenciais medidas para gerenciar os riscos sobre a 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 IPF.

Outro avanço da visão institucional foi a inclusão de orientações práticas de implementação de CFMs, o que passa pela definição de critérios mais objetivos que indiquem a necessidade deles, 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 deveriam ser usados em situações de crises (em curso ou iminentes). 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 desvalorizações súbitas, rápida perda de reservas e piora das condições financeiras, também pode ser útil na previsão de crises e, portanto, na 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 eficazes¹² (IMF, 2022). “Nossa intenção é que os países possam fazer uso desse conjunto atualizado de medidas buscando preservar a estabilidade macroeconômica e financeira e ao mesmo tempo aproveitar os benefícios que os fluxos de capital podem proporcionar¹³.”

3.2 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. 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, como taxas, limites, requerimento de reservas e impostos.

¹² 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).

¹³ Tradução própria. No original: “Our goal is that countries can make use of this updated toolkit to preserve macroeconomic and financial stability while at the same time reaping the benefits that capital flows can provide.” <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/03/30/blog033122-why-the-imf-is-updating-its-view-on-capital-flows>

Forbes, Fratzscher e Straub (2015) analisam os impactos em sessenta países das variações em controles de capitais para entrada e saída e medidas macroprudenciais com uma frequência semanal de 2009 a 2011. Os resultados sugerem que as medidas de controle de capitais impactam pouco as variáveis macroeconômicas, sendo que os efeitos sobre a taxa de câmbio foram os mais robustos. 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 seis meses.

Outro resultado foi encontrado por Landi e Schiavoni (2021), que analisaram a eficácia das CFMs de 1995 a 2015 para um conjunto de cem 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 volatilidade dos fluxos de capitais. O modelo utilizado no trabalho faz distinção entre entrada e saída de capitais, economias avançadas e emergentes e o tipo de investimento, e traz conclusões a seguir. A primeira é uma redução na entrada e na saída de capital dos países, o que contribui para maior estabilidade cambial. Em relação às entradas de capital de grande escala, as medidas de controle de fluxo se mostraram eficientes em economias avançadas, mas não em 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 EED no período de análise.

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 títulos 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 (ou seja, apresentam baixa variabilidade quando a partir de medidas de intensidade de controles), podendo ser implementados em qualquer fase do ciclo econômico.

A análise de Erten, Korinek e Ocampo (2021) dos efeitos da CFM sobre as taxas de câmbio reais indica que tais medidas de gerenciamento estão relacionadas a taxas de câmbio menos apreciadas. Através do trabalho de Erten e Ocampo (2017), que elaboraram um índice de pressão cambial (*foreign exchange pressure*)¹⁴, foi possível identificar que essas medidas reduzem pressões cambiais em países emergentes e em desenvolvimento, ajudando a reduzir apreciações reais da taxa de câmbio. Além disso, foi evidenciado que na maioria dos países analisados os controles de capitais foram eficazes em

¹⁴ 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.

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.

You, Liu e Yang (2023) analisaram o impacto de medidas macroprudenciais sobre a independência monetária utilizando dados de painel de 61 países para o período 2000-2017. Foi observado que as medidas macroprudenciais utilizadas conjuntamente com medidas de gestão de fluxo de capitais têm maior impacto positivo sobre a independência monetária do país de origem que quando usadas de forma isolada, i.e., em um SMFI de alta mobilidade de capitais. Além disso, quando há o uso de um amplo conjunto de medidas de MPMs e CFMs a combinação se mostra mais eficaz quando comparada a uma combinação com menos medidas (chamadas, respectivamente, de *hard* e *light* (p. 121)). Outro ponto de destaque é que, em combinação com MPMs, controles sobre entrada não se mostraram eficazes, possivelmente porque as próprias MPMs podem cumprir a função de reduzir a entrada de capitais mais voláteis ou que aumentem o risco no sistema financeiro, tornando os controles menos necessários. O mesmo, no entanto, não é válido para os controles sobre saída, que foram eficazes em aumentar a independência monetária. Esse resultado reforça o argumento acerca dos benefícios do uso combinado de MPMs e CFMs e serve como contraponto à visão do FMI de que controles sobre saída só devem ser usados em situações de crise.

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 capitais¹⁵ 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

¹⁵ Tanto investimento direto como fluxos de portfólio.

financeiros e desenvolvimento do mercado de capitais como um todo¹⁶. 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. Nesse cenário as CFMs ou CFM/MPMs podem ser úteis (Pasricha e Nier 2022).

O modelo quantitativo do Integrated Policy Framework (IMF, 2020c) captura o papel das variações cambiais sobre o *trade-off* entre inflação e estabilização do produto para EEDs. Foi observado que nessas economias quanto maior o passivo externo líquido, maior o impacto de choques como depreciações cambiais e pressões de saída de capital sobre a inflação doméstica. Consequentemente, 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 (IMF, 2020c).

No entanto, tais medidas deveriam ser usadas de forma cautelosa e, seguindo a visão institucional acerca dos fluxos de capitais (IMF, 2012), devem ser de uso limitado. As CFMs e MPMs não substituiriam bons fundamentos macroeconômicos, devendo ser removidas após choques e momentos de instabilidade. Alguns pontos abordados por Pasricha e Nier (2022) são que

¹⁶ Que são alguns dos benefícios comumente apontados pela literatura. Ver Forbes (2005).

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 investimentos migrando para países sem medidas dessa natureza. Também salientam a necessidade de revisão periódica da eficácia das diferentes medidas.

De maneira geral, a literatura parece identificar alguma 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.

4. Gestão de fluxos de capital como uma estratégia para os EEDs no período 2008-2020 - Países selecionados

As CFMs apresentadas nesta seção foram extraídas principalmente de dois documentos: “Taxonomy of Capital Flow Management Measures” (FMI, 2020b) e o Relatório Anual sobre Arranjos Cambiais e Restrições Cambiais 2020 (FMI, 2020a), ambos publicados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

Em outubro de 2010, a Coreia do Sul adotou restrições à entrada de capitais, estabelecendo limites para derivativos em moeda estrangeira nos bancos comerciais. Para os bancos domésticos, o máximo permitido de derivativos em moeda estrangeira era de 50% do total de derivativos, enquanto as filiais de bancos estrangeiros operando no país tinham um limite maior, de 250%. Essa medida é um exemplo do que o FMI classifica simultaneamente como uma CFM e uma medida macroprudencial.

Segundo o Bank of Korea¹⁷, o objetivo desses limites é conter aumentos excessivos das dívidas externas de curto prazo, resultantes das operações de hedge cambial realizadas pelas empresas. Segundo Fritz e Prates (2013), essa medida teve dois objetivos principais: reduzir o financiamento externo do setor bancário (o que ajudou a manter a dívida externa abaixo dos níveis anteriores à crise financeira global de 2008) e limitar as operações de derivativos cambiais onshore. Essa CFM específica, juntamente com outras implementadas na Coreia do Sul entre 2010 e 2011, ajudou a proteger a taxa de câmbio contra pressões de valorização decorrentes dos fluxos de curto prazo para os bancos, contribuindo para a estabilidade do won (IMF, 2011).

Conforme destacado no Relatório do Corpo Técnico do FMI para a Argentina de 2022¹⁸, o país se destaca como um estudo de caso em que, em resposta a crises econômicas persistentes, diversos mecanismos de CFMs e medidas macroprudenciais foram adotados. O primeiro conjunto de medidas para prevenir a saída de capitais foi implementado entre 2011 e 2012 e envolveu a introdução de limites e exigências para a aprovação de transações em moeda estrangeira; a proibição de que seguradoras locais realizassem investimentos no exterior; e a exigência de resgate em 15 dias úteis, que obrigava a venda das receitas de exportação em moeda estrangeira dentro de um período específico.

A maioria dessas medidas de CFM foi revogada durante o governo Macri (2015-2019). No entanto, devido à deterioração substancial da economia argentina em 2018, causada em parte pelo aumento das taxas de juros nos Estados Unidos, o governo considerou necessário restabelecer algumas delas. Segundo Batini, Borensztein e Ocampo (2020), a avaliação da liberalização da conta financeira da Argentina sugere que uma abordagem mais

¹⁷ [https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400188#:~:text=Certain%20limits%20are%20placed%20on%20the%20daily%20foreign%20exchange%20derivatives,%25%20for%20foreign%20bank%20branches\).](https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400188#:~:text=Certain%20limits%20are%20placed%20on%20the%20daily%20foreign%20exchange%20derivatives,%25%20for%20foreign%20bank%20branches).)

¹⁸ <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>

cautelosa teria sido necessária, tanto em termos de velocidade quanto de sequência. Eles argumentam que eram necessários avanços adicionais na construção de um arcabouço robusto e confiável de política monetária e fiscal para garantir um ambiente econômico mais estável e sustentável.

Um país que adotou medidas de CFM e macroprudenciais (MPM) e as manteve inalteradas desde então foi a Indonésia. Em janeiro de 2015, empresas não bancárias com dívida em moeda estrangeira foram obrigadas a seguir princípios prudenciais, com um índice mínimo de hedge da moeda estrangeira em relação à rúpia. A partir de 2016, essa taxa foi fixada em 25% das obrigações líquidas em moeda estrangeira vencendo dentro de seis meses, sendo o índice calculado como a razão entre o valor dos instrumentos de proteção cambial (hedge) e as obrigações líquidas em moeda estrangeira com vencimento no referido período. Outro componente da medida exigia uma liquidez mínima de 70%, garantindo que as empresas possuísem ativos em moeda estrangeira suficientes para cobrir as obrigações cambiais dentro de três meses após o fim do trimestre, calculada como a razão entre os ativos líquidos em moeda estrangeira e as obrigações cambiais de curto prazo. Além disso, estabeleceu-se que as instituições financeiras que fornecem empréstimos deveriam ter uma classificação de crédito mínima de BB-, emitida por uma agência de classificação reconhecida pelo Banco da Indonésia (Bank Indonesia). Essas medidas foram projetadas para reduzir a vulnerabilidade externa decorrente do endividamento das empresas não bancárias, caracterizando-se, portanto, como medidas macroprudenciais.

O FMI (2019) afirma que essas medidas de regularização cambial ajudaram a moderar os riscos da dívida externa corporativa, mas sugere melhorias, incluindo a ampliação da cobertura para todas as obrigações em moeda estrangeira. A vulnerabilidade corporativa pode aumentar como um possível efeito colateral do processo de liberalização financeira de um país. No caso da Índia, o FMI (2018) recomendou que qualquer nova liberalização dos empréstimos comerciais externos fosse conduzida com cautela e monitorada de perto pelo Banco da Reserva da Índia (Reserve Bank of India – RBI),

dada a persistência de fragilidades corporativas. O Artigo IV do FMI de 2018 também destacou que o regime de gestão de fluxos de capital da Índia estava avançando rumo à liberalização da conta financeira. Durante as décadas de 1990 e 2000, o país adotou diversas CFMs, mas muitas foram retiradas ou reduzidas.

A medida mais recente de destaque foi a introdução do esquema de Masala Bonds, em setembro de 2015. Essa iniciativa permitiu que empresas emitissem títulos denominados em rúpias nos mercados estrangeiros, desde que observassem um prazo mínimo de vencimento de cinco anos e restrições quanto ao uso dos recursos captados.

O esquema de Masala Bonds viabilizou novas formas de investimento estrangeiro, reduziu a volatilidade da rúpia indiana e atraiu investimentos de longo prazo para projetos de infraestrutura. Como os títulos são emitidos em rúpias nos mercados estrangeiros, o risco de desvalorização cambial é transferido para o investidor estrangeiro, tornando essa medida vantajosa para os tomadores domésticos. O programa foi uma resposta do governo indiano à forte fuga de capitais registrada nos anos anteriores. Segundo Shi (2017), os títulos emitidos variaram entre 3 e 15 anos, conferindo um caráter de longo prazo à medida e tornando o mercado de capitais da Índia mais resiliente.

A Turquia também adotou medidas de CFM que merecem destaque. Desde meados de 2018, o país tem enfrentado altas taxas de inflação e forte desvalorização cambial. Para enfrentar esses desafios, o Ministério das Finanças e do Tesouro da Turquia introduziu uma medida que exige a repatriação de pelo menos 80% das receitas de exportação. Com essa regra, os rendimentos das transações de exportação realizadas por residentes na Turquia devem ser transferidos para o Banco Central da República da Turquia no prazo de 180 dias a partir da data da exportação efetiva. Essa medida busca conter a saída de divisas da economia e evitar novas desvalorizações cambiais.

Outra CFM, adotada em agosto de 2018, restringiu as operações de swap realizadas por bancos com não residentes, estabelecendo um teto de 50% do

capital regulatório. Como a grande desvalorização da lira turca entre 2018 e 2022 aumentou a demanda por esse tipo de investimento, essa medida visou desincentivar as operações de venda a descoberto da lira nos mercados estrangeiros. É importante ressaltar que essas foram respostas reativas em vez de medidas preventivas, sendo implementadas após fortes saídas de capital, o que torna a avaliação de seus efeitos mais difícil.

5. O caso brasileiro: medidas recentes e desafios

A principal medida de CFM implementada pelo Brasil no período de análise foi o imposto sobre operações financeiras (IOF) sobre ingressos relacionados a empréstimos externos, introduzido em janeiro de 2008. Em outubro de 2009, o IOF foi aplicado a diferentes tipos de fluxos de capital, como títulos de renda fixa, ações, depósitos de margem, contratos derivativos e investimento estrangeiro direto. Essas alíquotas foram gradualmente reduzidas, com reduções no prazo máximo e na taxa entre 2012 e 2016. Atualmente, a maioria das alíquotas foi reduzida para 0%, e o prazo 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 tiveram efeitos de transbordamento, com uma redução nos ingressos de investimento em portfólio no país, acompanhada por um aumento desse tipo de investimento em outros países da América Latina. Forbes *et al.* (2012) também identificam esse efeito de fuga de investimentos para países similares e indicam que parte do impacto dessas medidas sobre os investidores internacionais foi provavelmente impulsionado por mudanças em suas expectativas sobre políticas futuras, em vez do custo direto do IOF do Brasil. Quando um país impõe controles de capital, há uma tendência de que o capital mais especulativo seja direcionado para outros mercados. Esse efeito também é encontrado no trabalho de Pasricha *et al.* (2018), que encontrou evidências de fluxos de capital para países com características econômicas similares que não possuem controles. Isso demonstra

a necessidade de medidas coordenadas, conforme discutido na subseção 3.1 e defendido por autores como Giordani *et al.* (2017).

Chamon e Garcia (2016) não encontraram efeitos significativos dos controles sobre a apreciação cambial 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 essa desvalorização pode estar relacionada a outros fatores, como a política monetária. Vários países apresentaram uma tendência de desvalorização cambial a partir de 2011/2012 (possivelmente devido à instabilidade na zona do euro), e, no mesmo período, alguns tipos de controles foram reduzidos ou removidos.

Dado que um dos objetivos aqui é avaliar possíveis instrumentos para o Brasil, além de analisar instrumentos aplicados em outros países, é essencial discutir como o arcabouço macroeconômico e a estrutura econômica doméstica condicionam, restringem ou favorecem seu uso. Para isso, três aspectos serão abordados: o regime de metas de inflação, o equilíbrio do balanço de pagamentos e o funcionamento do mercado de câmbio brasileiro, especialmente o de derivativos cambiais.

Em 1999, o Brasil adotou o regime de metas de inflação, que consiste no controle da inflação por meio da gestão da taxa de juros de curto prazo, no caso brasileiro, a taxa Selic. Essa taxa, por sua vez, atua através de diferentes mecanismos de transmissão¹⁹, afetando a demanda agregada e, posteriormente, o nível de preços (objetivo final)²⁰. O problema é que, no Brasil, tais mecanismos sofrem uma série de obstruções, e as evidências empíricas indicam que a taxa de câmbio é o principal canal por meio do qual a taxa de juros impacta a inflação, devido ao elevado repasse cambial para os preços (Gonçalves; Cerqueira; Feijó, 2023)²¹.

¹⁹ Os principais são o canal de crédito, taxa de câmbio, valor dos ativos, expectativas e taxas de juros. Para uma descrição dos instrumentos, bem como de suas obstruções no Brasil, ver Barboza (2015).

²⁰ A ideia de utilizar a taxa de juros como principal instrumento de combate à inflação é alvo de críticas por parte dos teóricos pós-keynesianos, especialmente porque assume que a inflação resulta sempre do excesso de demanda. Ver Davidson (2006).

²¹ A taxa de câmbio impacta tanto o custo dos bens transacionáveis quanto o dos não transacionáveis, devido à indexação parcial ao câmbio dos preços administrados.

Um dos principais objetivos do uso de CFMs é proporcionar maior autonomia à política monetária, reduzindo o impacto da taxa de juros sobre os fluxos de capital e, conseqüentemente, sobre a taxa de câmbio²². Dessa forma, há uma incompatibilidade entre o objetivo das CFMs e o funcionamento do RMI no país. Se maior autonomia for alcançada, a efetividade do RMI será comprometida, pois seu principal mecanismo de transmissão será obstruído, uma vez que é necessário que a taxa de câmbio seja apreciada para que o aumento da taxa de juros consiga conter a inflação.

No entanto, a adoção dos CFMs poderia resultar em um episódio de desvalorização cambial transitório, caso a desvalorização não seja um efeito contínuo. Nesse sentido, ocorreriam efeitos de curto prazo sobre o nível de preços, o que pode impactar menos a política monetária. De qualquer forma, se as CFMs levarem à depreciação cambial para qualquer nível de juros (ou diferencial ajustado ao risco), essa incompatibilidade será reforçada.

Mesmo considerando os potenciais efeitos benéficos de médio e longo prazo sobre a estrutura produtiva doméstica, enquanto o país não tiver uma política anti-inflacionária compatível com uma taxa de câmbio real desvalorizada, o uso de CFMs entraria em conflito com o controle da inflação. A solução, portanto, envolve medidas que aumentem a efetividade dos mecanismos de transmissão da política monetária e/ou uma política de combate à inflação que dependa menos da taxa de juros e envolva instrumentos discricionários complementares (Weiss e Sampaio, 2022).

Essa relação sugere, por um lado, que o momento adequado para adotar controles sobre entradas seria quando há alta liquidez internacional. Por outro lado, se esse ciclo resultar do aumento dos preços das *commodities*, os riscos inflacionários aumentam devido à pressão de custos gerada (Angélico e Oliveira, 2022). Como o Brasil é um exportador de *commodities*, os efeitos inflacionários de preços internacionais elevados tendem a ser mitigados

²² A compra ou venda de reservas internacionais com posterior esterilização poderia cumprir parcialmente essa função, com a desvantagem de gerar custos fiscais no caso de acumulação e com o risco de esgotamento dos estoques ao tentar conter fortes desvalorizações.

pela apreciação cambial, mas, ao instituir controles sobre entradas, essa atenuação poderia não ocorrer²³.

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, aumentando seu grau de dependência dos ciclos de liquidez internacionais (Angelico e Oliveira, 2022). No Brasil, desde a adoção do regime de câmbio flutuante (1999), houve superávit nas transações correntes em apenas quatro anos, entre 2003 e 2006²⁴, após a forte desvalorização da taxa de câmbio real em 2002 e os altos preços das *commodities* vigentes no período, o que evidencia a posição estruturalmente deficitária do país²⁵. Além disso, embora o saldo da balança comercial tenha sido positivo em quase todos os anos (exceto em 1999, 2000 e 2014), os saldos da conta de serviços e da conta de renda primária permaneceram deficitários ao longo de todo o período, refletindo, entre outros fatores, o perfil pouco sofisticado da inserção externa do país²⁶.

Assim, os possíveis impactos sobre os fluxos líquidos de capital representam uma restrição de primeira ordem, dado que o ajuste “estrutural” na conta corrente (melhoria na balança comercial e/ou na conta de renda) tende a ser lento, e necessariamente restritivo no curto prazo será (redução das importações via desvalorização cambial)²⁷. Nem mesmo volumes elevados de reservas internacionais aliviam essa restrição, pois a redução contínua

²³ De acordo com o Banco Central do Brasil (BCB, 2022), a combinação da alta dos preços das commodities com a desvalorização cambial em 2021 gerou uma inflação importada que respondeu por 4,4 pontos percentuais (p.p.) do desvio de 6,3 p.p. em relação à meta de inflação do ano. Embora não houvesse uma medida de CFM por trás dessa desvalorização, o impacto inflacionário da combinação ocorrida deixa claro o risco de abrir mão do “amortecedor cambial”.

²⁴ Dados do Banco Central do Brasil.

²⁵ Isso também pode ser inferido da posição líquida devedora do país (valor líquido negativo da posição de investimento internacional) desde 2001 (início da série).

²⁶ Os principais produtos de exportação do país são bens primários, como soja e minério de ferro (dados da plataforma Comex Stat do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços). Além disso, o país possui baixa integração nas cadeias globais de valor e não conta com empresas líderes globais em setores dinâmicos, nem com o comando de cadeias regionais ou globais.

²⁷ A velocidade do ajuste depende das elasticidades-preço das importações e exportações, entre outros fatores.

dessas reservas em caso de uso frequente poderia gerar expectativas de novas desvalorizações, acelerando a fuga de capitais.

Portanto, reforça-se aqui a ideia de que a instituição de CFMs deve considerar os possíveis efeitos sobre os fluxos líquidos no curto, médio e longo prazo. Assim, o momento mais adequado para a imposição de controles sobre entradas seria durante períodos de alta liquidez. Embora Erten, Korinek e Ocampo (2021) argumentem que os controles quantitativos sobre saídas são eficazes, se isso levar a uma redução das entradas em períodos subsequentes, o instrumento pode não ser o mais adequado para o país.

Por fim, é necessário considerar o funcionamento do mercado cambial brasileiro para conjecturar sobre a efetividade dos instrumentos. Dado o alto grau de abertura do mercado de derivativos, a diversidade de seus instrumentos, sua elevada liquidez e volume, as posições assumidas nesse mercado determinam a taxa de câmbio à vista (Rossi, 2016). Essas posições são determinadas, em grande parte, por expectativas, mas o ponto central é que é mais fácil tomar grandes posições no mercado de derivativos do que no mercado à vista (spot). No mercado à vista, as posições também são influenciadas por expectativas, mas o mercado de derivativos permite uma maior alavancagem e flexibilidade para os agentes. Quando os agentes antecipam a desvalorização do dólar, assumem posições vendidas na moeda, tornando o mercado ainda mais especulativo e sensível a choques externos, pois as cotações podem oscilar sem que haja, de fato, fluxos correspondentes de capitais²⁸.

Essas características têm algumas implicações para o uso de CFMs. Dado que a causalidade vai do mercado de derivativos para o mercado à vista, medidas aplicadas diretamente ao primeiro poderiam contribuir para mitigar a instabilidade cambial. No entanto, sua importância vai além, pois também está relacionada à efetividade das CFMs aplicadas à conta financeira. A adoção de CFMs não diretamente voltadas para o mercado de derivativos

²⁸ Orsi (2019) mostra que o uso de uma moeda exclusivamente para investimentos de curto prazo e especulativos não melhora sua posição, como ocorre com o Real brasileiro e as moedas periféricas.

poderia afetar as expectativas de tal forma que, mesmo sem qualquer movimento nos fluxos, a taxa de câmbio poderia apresentar grandes variações, tornando as CFMs desestabilizadoras. Além disso, devido ao grau de sofisticação desse mercado e seus múltiplos canais, aumenta-se a possibilidade de evasão das medidas regulatórias. Nesse sentido, a adoção de controles sobre os fluxos da conta financeira precisaria ser necessariamente acompanhada por uma redução da liquidez no mercado de derivativos.

Em suma, a decisão de adotar CFMs deve levar em conta as especificidades do país, e essas medidas não podem ser vistas como uma panaceia ou como um meio de corrigir inconsistências no arcabouço macroeconômico, nem na inserção externa em geral. As CFMs devem ser compreendidas como medidas permanentes dentro de um conjunto mais amplo de políticas econômicas (fiscal, monetária etc.), que se reforçam e atuam na mesma direção. O que se observa atualmente é uma situação de conflito entre elas. Mudanças estruturais e políticas não triviais são necessárias e, por mais paradoxal que pareça, a imposição de controles também exige uma menor dependência prévia de recursos externos.

6. Considerações finais

Neste artigo, foram brevemente exploradas as implicações de um Sistema Monetário e Financeiro Internacional hierárquico sobre as Economias Emergentes e em Desenvolvimento, que se traduzem principalmente em um nível mais elevado de taxas de juros e maior instabilidade cambial, afetando a estabilidade da economia como um todo. Buscando se proteger das instabilidades associadas aos fluxos internacionais de capital, as EEDs passaram a acumular altos volumes de reservas internacionais e, em menor escala, estabelecer linhas de swap bilaterais e participar de arranjos financeiros regionais. Tais medidas, no entanto, tendem a ser insuficientes, pois apenas mitigam os efeitos da elevada mobilidade de capitais. Nesse sentido, argumenta-se que as CFMs são instrumentos mais eficazes.

Na terceira seção, foi mostrado que a literatura empírica sugere que as CFMs podem ser eficazes para tornar a economia menos vulnerável aos ciclos de liquidez internacional. A ampla variedade de CFMs e Medidas Macroprudenciais permite que os países emergentes adotem estratégias diversas para gerenciar os fluxos de capital, e há indícios de que a combinação dessas medidas pode torná-las mais eficazes. A forma como as CFMs são adotadas varia de país para país, de acordo com as circunstâncias e necessidades específicas de cada economia. Dependendo do tipo de medida, o resultado pode ser benéfico ou pode não ter o impacto desejado.

A quarta seção analisou as medidas adotadas por algumas EED, revelando diferentes arranjos de CFMs específicos para cada economia. Apesar de seu potencial, essas medidas ainda não são amplamente empregadas. A regulação dos fluxos de capital, embora seja um instrumento potencialmente eficaz dentro do conjunto de políticas econômicas das EED para reduzir vulnerabilidades externas, enfrenta desafios políticos e operacionais. No entanto, tais desafios destacam a necessidade de estudos aprofundados para desenvolver formas viáveis de empregar as CFMs de maneira consistente.

Na quinta seção, destacou-se que as características da economia brasileira, marcada pela exportação de *commodities* e déficits recorrentes em transações correntes, podem gerar custos na adoção de CFMs. Portanto, idealmente, essas medidas deveriam ser implementadas em conjunto com outros países, em períodos de alta liquidez internacional, e ser complementares a um arcabouço macroeconômico bem estabelecido.

A fragilidade das EED no atual IMFS é estrutural. Medidas multilaterais, como a adoção de uma moeda emitida por uma instituição supranacional, como o FMI, ou pelo menos o fortalecimento dos Direitos Especiais de Saque (SDRs), poderiam mitigar essa fragilidade. No entanto, essas são opções pouco viáveis no curto e médio prazo. Dessa forma, cabe às EED adotarem políticas econômicas voltadas para a redução de sua vulnerabilidade aos ciclos de liquidez internacional.

Referências

- ALAMI, I.; ALVES, C.; BONIZZI, B.; KALTENBRUNNER, A.; KODDENBROCK, K.; KVANGRAVEN, I.; POWELL, J. International financial subordination: a critical research agenda, Review of International Political Economy. 2022, <https://doi.org/10.1080/09692290.2022.2098359>
- ANGELICO, D.G.; OLIVEIRA, G.C. 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*. 2022.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Relatório de Inflação*, vol. 24, n. 1, março. 2022.
- BACCHETTA, P.; CORDONIER, R.; MERROUCHE, O. The Rise in Foreign Currency Bonds: The Role of Capital Controls. *CEPR Discussion Paper* 14928. 2019.
- BATINI, N.; BORENSZTEIN, E.; OCAMPO, J.A. 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). 2020.
- 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. The Prudential Use of Capital Controls and Foreign Currency Reserves. *National Bureau of Economic Research*. 2021.
- CARNEIRO, R. Globalização e inconvertibilidade monetária. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 28, p. 539-556. 2008.
- CARVALHO, F. J.; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 24, p. 163-185. 2004.
- CHAMON, M.; GARCIA, M. Capital controls in Brazil: Effective? *Journal of International Money and Finance*, v. 61, p. 163-187. 2016.
- COHEN, B. J. *The geography of money*. Ithaca: Cornell University Press. 1998.
- CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D.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. 2014.
- DAVIDSON, P. Can, or should, a central bank inflation target? *Journal of Post Keynesian Economics*, 28:4, 689-703. 2006
- EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R., & PANIZZA, U. *The pain of original sin*. Other people's money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies, 13-47. 2005.
- EICHENGREEN, B.; MUSSA, M.; DELL'ARICCIA, G.; DETRAGIACHE, E.; MILESI-FERRETTI, G.; TWEEDE, A. Liberalizing Capital Movements: Some analytical issues. *Economic Issues*, Washington, n° 17. 1999,
- ERTEN, B.; KORINEK, A.; OCAMPO, J.A. Capital controls: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, v. 59, n. 1, p. 45-89. 2021.
- ERTEN, B.; OCAMPO, J. A. Macroeconomic effects of capital account regulations. *IMF Economic Review*, v. 65, n. 2, p. 193-240. 2017.
- FISCHER, S. Financial Crises and Reform of the International Financial System. *NBER Working Paper* n° 9267. 2002.
- FORBES, K.; FRATZSCHER, M.; STRAUB, R. Capital-flow management measures: What are they good for? *Journal of International Economics*, v. 96, p. S76-S97. 2015.
- FORBES, K., FRATZSCHER, M., KOSTKA, T., & STRAUB, R. Bubble thy neighbor: portfolio effects and externalities from capital controls (No. w18052). *National Bureau of Economic Research*. 2012.

FRITZ, B.; DE PAULA, L. F.; PRATES, D. M. 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. 2018.

FRITZ, B.; PRATES, D. 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. 2014.

FORBES, K.J. Capital controls: Mud in the wheels of market efficiency. *Cato Journal*, Vol. 25, N° 1, 2005a.

GELOS, G.; PATELLI, P.; SHIM, I. The US dollar and capital flows to EMEs. *BIS Quarterly Review*, September. 2024.

GIORDANI, P.; RUTA, M.; WEISFELD, H.; ZHU, Ling E. Capital flow deflection. *Journal of International Economics*, v. 105, p. 102-118. 2017.

GONÇALVES, T. M. DE A., CERQUEIRA, L. F., & FEIJÓ, C. A. Pass-through of exchange rate shocks in Brazil as a small open economy. *CEPAL Review*, (139), 135–157. United Nations Economic Commission for Latin America and the Caribbean. 2023. <https://www.cepal.org/en/publications/48973-pass-through-exchange-rate-shocks-brazil-small-open-economy>

IMF (2011). Republic of Korea: Article IV Consultation—Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion (IMF Country Report No. 11/246). Washington, D.C.: *International Monetary Fund*. 2011. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Republic-of-Korea-2011-Article-IV-Consultation-Staff-Report-and-Public-Information-Notice-25120>

IMF (2012). The liberalization and management of capital flows: an institutional view. *IMF Policy Paper*, 2012.

IMF. Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: *International Monetary Fund*. 2020a.

IMF. Taxonomy of Capital Flow Management Measures (CFMs). Washington, DC: *International Monetary Fund*. 2020b.

IMF. IMF Policy Paper: Toward an Integrated Policy Framework. Washington, DC: *International Monetary Fund*. 2020c.

IMF. Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows. *IMF Policy Paper* No. 2022/008, march. 2022.

LANDI, V. N.; SCHIAVONE, A. The effectiveness of capital controls. *Open Economies Review*, v. 32, n. 1, p. 183-211. 2021.

MACALÓS, J. P. S.; ROSSI, P. 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>. 2022.

ONEN, M.; SHIN, H. S.; PETER G. V. Overcoming original sin: Insights from a new dataset. *BIS Working Papers*. N. 1075, fevereiro. 2023.

ORSI, B. S. L. *Currency Internationalisation and Currency Hierarchy in Emerging Economies: The Role of the Brazilian Real*. 2019. Tese de Doutorado. University of Leeds. 2019.

ORSI, B.; KALTENBRUNNER, A.; DYMSKI, G. Currency Hierarchy and the Nature of the Internationalisation of Peripheral Currencies. 2020. Disponível em: https://www.boeckler.de/pdf/v_2021_10_30_orsi.pdf.

PASRICHA, G. K.; FALAGIARDA, M.; BIJSTERBOSCH, M.; AIZENMAN, J. Domestic and multilateral effects of capital controls in emerging markets. *Journal of International Economics*, v. 115, p. 48-58. 2018.

PASRICHA, G. K., & NIER, E. 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.

PIMENTEL, D. M., LUPORINI, V., & MODENESI, A. D. M. Assimetrias no repasse cambial para a inflação: uma análise empírica para o Brasil (1999 a 2013). *Estudos Econômicos* (São Paulo), 46, 343-372. 2016.

REBUCCI, A.; MA, C. Capital controls: A survey of the new literature. *Economics and Finance*. Publicado online em 30/04/2020.

REY, H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, *NBER Working paper* 21162. 2015.

ROSSI, P. *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação* (1a ed.). Rio de Janeiro: Editora FGV. 2016.

SAMPAIO, A. V.; WEISS, M. A. A instabilidade do sistema monetário internacional e estratégias recentes dos países emergentes. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, p. 11-44. 2020.

SERRANO, F. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. *Brazilian Journal of Political Economy*, 30, 63-72. 2010.

SHI, L. Masala bond program—nurturing a local currency bond market. *World Bank Publications. Reports* 30356. The World Bank Group. 2017.

TIGRE, M. C. B. 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. 2022.

WEISS, M.A. ; SAMPAIO, A.V. 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*. 2022.

YOU, Y., LIU, F., & YANG, D. Macroprudential policy, capital flow management and monetary policy independence. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 88, 116-132. 2023.