

2373

**FLUXOS DE CAPITAIS PARA OS PAÍSES
EMERGENTES: A VISÃO DO FMI**

Luiz Afonso Simoens da Silva

TEXTO PARA DISCUSSÃO



FLUXOS DE CAPITAIS PARA OS PAÍSES EMERGENTES: A VISÃO DO FMI¹

Luiz Afonso Simoens da Silva²

1. Capítulo elaborado com informações disponíveis até dezembro de 2013.

2. Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), professor do Instituto de Estudos de Economia Internacional da Universidade Estadual Paulista (IEEI/Unesp) e pesquisador do Programa Nacional de Pesquisa em Desenvolvimento (PNPD) no Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea).

Governo Federal

Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão

Ministro Dyogo Henrique de Oliveira

ipea

**Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiros – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Rogério Boueri Miranda

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

Alexandre de Ávila Gomide

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

José Ronaldo de Castro Souza Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura

Fabiano Mezadre Pompermayer

Diretora de Estudos e Políticas Sociais

Lenita Maria Turchi

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Ivan Tiago Machado Oliveira

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação

Regina Alvarez

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2017

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

RESUMO

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO	7
2 ABERTURA DAS CONTAS DE CAPITAL DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO.....	7
3 A NECESSIDADE DE REGULAÇÃO DOS CAPITAIS INTERNACIONAIS	16
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	32
REFERÊNCIAS	36

RESUMO

O Fundo Monetário Internacional (FMI) sempre defendeu o livre fluxo de capitais financeiros, baseado no conceito de que, por si mesmo, ele promove o desenvolvimento econômico. Esta percepção se enfraqueceu desde o advento da crise econômica global, em 2007. O propósito deste estudo é analisar a evolução da percepção do FMI com relação a este assunto — se foi ou não um avanço importante para reorientar as políticas cambiais de seus países-membros. É relevante, ainda, iluminar os impactos da volatilidade desses fluxos no desempenho dos mercados cambiais e, conseqüentemente, na consistência macroeconômica dos países em desenvolvimento.

Palavras-chave: fluxos internacionais de capital; países emergentes; volatilidade dos mercados de câmbio.

ABSTRACT

The IMF has always supported the free financial flows of capital, based on the concept that they improve economic growth in itself. This perception has debilitated since the global economic crisis beginning in 2007. The purpose of this paper is to analyze the evolution of the IMF's way of understanding this issue; weather it were or not an important improvement to guide the future exchange policies of their shareholders. Still, it's relevant to highlight the impacts of these flows on the volatility of the exchange markets, and consequently on the macroeconomic consistence of developing countries.

Keywords: international capital flows; emergent countries; exchange markets volatility.

1 INTRODUÇÃO

Este texto aborda dois pontos principais. A primeira seção trata das consequências da abertura das contas de capital dos balanços de pagamento dos países em desenvolvimento. A análise levanta os volumes dos fluxos financeiros privados internacionais, sua distribuição geográfica e a acumulação de reservas internacionais por eles propiciada. Ênfase é dada à natureza pró-cíclica desses fluxos, que trouxe volatilidade e instabilidade aos mercados de câmbio.

A segunda seção resume a evolução do entendimento do Fundo Monetário Internacional (FMI) com relação à liberdade dos fluxos privados e de seus impactos nos países em desenvolvimento. Historicamente, a instituição sempre defendeu uma posição liberalizante e simplificadora, que não distingue quaisquer características diferenciadoras entre as economias avançadas e os países emergentes.

A crise financeira que se iniciou em 2007 e se agravou no ano seguinte trouxe uma percepção mais acurada da necessidade de regulação dos fluxos de capitais internacionais, tema que ainda enfrenta inúmeras limitações. Muitos países em desenvolvimento têm enfrentado longos processos de valorização cambial, por isso cresceu a percepção governamental da necessidade de adotar medidas que controlassem, efetivamente, os capitais especulativos. O debate feito no FMI veio em boa hora, mas ainda é longo o caminho até que sejam tomadas medidas concretas para inibir os aspectos negativos derivados da natureza pró-cíclica e instável desses capitais.

2 ABERTURA DAS CONTAS DE CAPITAL DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

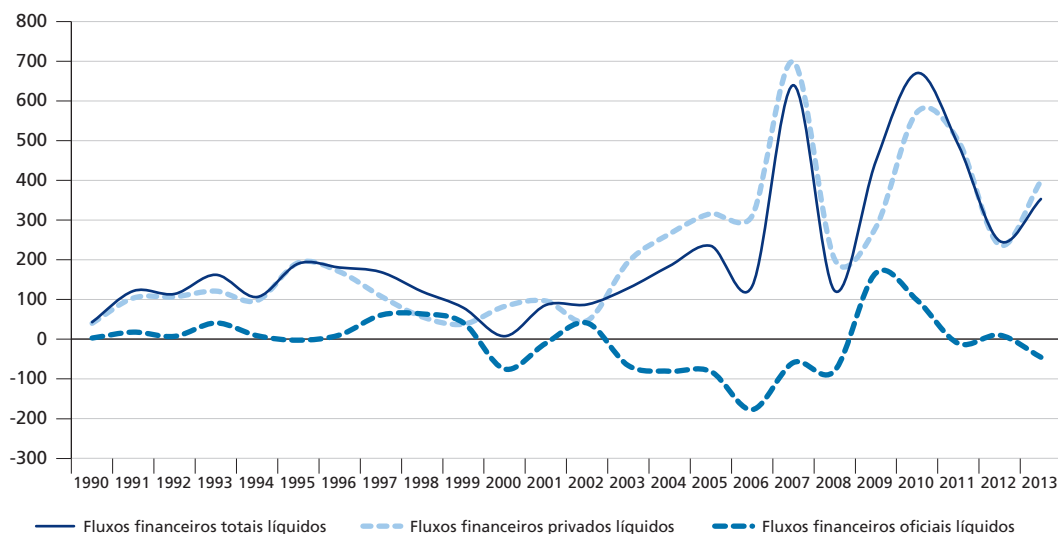
Nesta seção, serão abordados três pontos: volume e volatilidade dos fluxos, sua distribuição geográfica e a acumulação de reservas internacionais.

Quanto ao volume e à volatilidade dos fluxos, deve-se iniciar com a constatação de que a abertura da conta capital do balanço de pagamentos dos países avançados começou quando o dólar abandonou sua relação fixa com o ouro, no período 1971-1973, o que deu início ao abandono das políticas acordadas em Bretton Woods. As moedas dos demais países industrializados seguiram o mesmo caminho ao longo dos anos 1970-1980.

Por conta disso, entre meados dos anos 1970 e o final dos anos 1980, houve um primeiro ciclo de fluxos financeiros privados internacionais, direcionado preferencialmente aos países avançados, uma vez que o acesso dos países em desenvolvimento ao endividamento bancário derivado dos choques dos preços do petróleo foi interrompido quando da crise da dívida externa de 1982. Na década de 1980, especificamente, os fluxos financeiros oficiais para os países em desenvolvimento representaram 67% do financiamento externo total, uma evidência de sua concentração nos organismos financeiros internacionais e, portanto, do baixo acesso destes países aos mercados privados internacionais.

A partir dos anos 1990, a maioria dos países em desenvolvimento também já havia liberalizado o acesso aos fluxos financeiros privados internacionais e os mercados privados domésticos se reabriram para eles. Os recursos oficiais, conseqüentemente, passaram a jogar apenas no contrafluxo dos recursos privados, sendo mais expressivos nos momentos de retração, que corresponderam às épocas de crise, chegando a se tornar negativos em momentos de expansão, como no período 2003-2007, por conta dos pagamentos de dívidas anteriores (gráfico 1).

GRÁFICO 1
Fluxos líquidos de capital para países em desenvolvimento (1990-2013)
(Em US\$ bilhões)



Fonte: IMF/WEO Database. Acesso em: abr. 2014.

Três outros ciclos de médio prazo marcaram a trajetória dos fluxos privados desde então: o segundo, no período 1990-2002; o terceiro, entre 2003 e 2009; e o quarto, a partir de 2010. O segundo ciclo (treze anos) pode ser dividido em dois subperíodos: alta, entre 1990 e 1997, quando os fluxos financeiros privados líquidos para os países em desenvolvimento se expandiram em US\$ 940 bilhões correntes (média anual de US\$ 117 bilhões); e baixa, entre 1998 e 2002, quando esses fluxos somaram somente US\$ 320 bilhões correntes (média anual de US\$ 64 bilhões) por conta, entre 1995-1998, das crises do México, da Rússia, do Brasil e dos países asiáticos¹ Tailândia, Indonésia e Coreia do Sul. A fuga de capitais foi, na média anual, de 46%,² conforme tabela 1.

TABELA 1
Fluxos líquidos de capital para países em desenvolvimento
(US\$ bilhões)

	Média de 1990-1997	Média de 1998-2002	Média de 2003-2007	Média de 2008-2009	Média de 2010-2013
Conta corrente	-79	24	400	462	329
Fluxos privados, líquidos (1)	117	64	357	242	427
Investimentos diretos	73	158	274	400	469
Investimento de portfólio	23	-21	41	-12	175
Outros fluxos privados	22	-75	44	-165	-223
Fluxos oficiais, líquidos (2)	18	12	-93	44	13
Fluxos financeiros totais, líquidos (1) + (2)	136	76	264	285	440
Mudança nas reservas	50	68	617	575	613
Fluxos oficiais/fluxos totais (%)	14	16	-35	15	3

Fonte: IMF/WEO Database, Abril 2014.

O terceiro ciclo (sete anos) foi mais intenso e, também, apresentou dois momentos distintos: expansão, entre 2003 e 2007, quando o total dos fluxos financeiros privados líquidos somou US\$ 1.785 bilhões (média anual de US\$ 357 bilhões); e retração, entre 2008 e 2009, para US\$ 483 bilhões (média anual de US\$ 242 bilhões), por conta do início da crise em curso. A mudança de sinal foi, na média anual, da ordem de 32%.

1. Entre 1999 e 2003, novas crises afetaram Turquia, Argentina, Brasil e Uruguai.

2. Conforme dados de IMF/WEO Database. Acesso em: out. 2014.

A partir de 2010, iniciou-se um quarto ciclo expressivo de alta, apesar de uma reversão restrita ao ano de 2012 por conta do agravamento da crise europeia. Nos quatro anos aqui considerados, o total dos fluxos financeiros privados líquidos somou US\$ 1.707 bilhões, com média anual de US\$ 427 bilhões, ou 77% superior à média do período mais agudo da crise global em 2008-2009.

Abrindo os números com base nas modalidades dos fluxos privados, a tabela 1 mostra que, nos anos de expansão cíclica 1990-1997, os países em desenvolvimento ainda apresentavam *deficit* agregado em conta corrente da ordem de US\$ 78 bilhões, mas, como os fluxos financeiros privados se expandiram expressivamente (US\$ 117 bilhões), foi possível acumular reservas de US\$ 50 bilhões. A predominância dos recursos privados ficou com os investimentos diretos, que foram bem superiores aos investimentos de portfólio e aos outros fluxos privados, constituídos por empréstimos bancários e não bancários.

Na retração do período 1998-2002, os fluxos privados caíram 46% com relação ao período de expansão. O impacto nas finanças desses países foi uma consequência da queda das operações de empréstimo e dos investimentos de curto prazo, ao passo que os investimentos diretos estrangeiros se expandiram expressivamente. A manutenção de altos níveis desses investimentos se explicou pelos processos de privatização de empresas públicas então em curso. De todo modo, a conta corrente já havia se tornado superavitária, o que permitiu a continuidade do processo de acumulação de reservas. Essa tendência de *superavit* em conta corrente e acumulação de reservas se manteve em todos os períodos seguintes. A bem da verdade, acelerou-se por conta, fundamentalmente, do comportamento dos investimentos diretos.

Os primeiros anos da década de 2000 mostraram algumas características importantes. A primeira é que os fluxos oficiais ainda tiveram alguma relevância, por conta dos programas significativos de estabilização com o FMI ainda em curso: Argentina (2000 e 2003), Brasil (2001 e 2002) e Turquia (2002). A segunda é que fluxos privados de capitais já representavam a maior parte (84%) dos recursos externos. A diferença na virada dos anos 2000 foi a emergência da China como ator global. Sua demanda insaciável por produtos primários – agrícolas ou minerais, incluído o petróleo – propiciou uma rara oportunidade para os países em desenvolvimento reverterem seu financiamento externo.

Entre 2003-2007, o financiamento privado voltou a subir rapidamente, como já ocorrera na década anterior, que envolveu recursos cinco vezes superiores aos do período anterior. Grandes *superavit* em conta corrente passaram a ser registrados: cerca de US\$ 2 trilhões na soma de 2003-2007. Somem-se a eles os fluxos financeiros privados de US\$ 1,8 trilhão, em igual período, e tem-se uma acumulação de reservas inimaginável em qualquer tempo anterior: US\$ 3,1 trilhões. Ou seja: os *superavit* em conta corrente dispensavam o acesso aos recursos privados, que, no agregado, vieram apenas a se somar a eles na acumulação excessiva de reservas internacionais. Essa constitui uma forte evidência da essência pró-cíclica dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento.

Em setembro de 2007, apareceram os primeiros sinais da crise financeira, no mercado imobiliário dos Estados Unidos. De 2008 em diante, o agravamento da crise se encarregou de reverter o quadro de euforia instalado nos mercados, mas não alterou a nova realidade que ocorria na esfera das contas correntes e da acumulação de reservas dos países em desenvolvimento. Na soma dos anos 2008-2009, aquelas registraram saldos de cerca de US\$ 1 trilhão e estas, de US\$ 1,1 trilhão. Entre 2010-2013, finalmente, soma de US\$ 1,3 trilhão e US\$ 2,5 trilhões respectivamente.

O segundo ponto destacado nesta seção é o direcionamento geográfico dos fluxos internacionais (tabela 2). Considerando-se o período 1990-2013, a Ásia em Desenvolvimento recebeu o maior volume de recursos em dólares correntes. Ela absorveu 50% do total dos fluxos líquidos de capitais privados sob a forma de investimentos, empréstimos bancários e colocação de papéis nos mercados de capitais. Ela continuou a ser o porto preferencial de desembarque dos financiamentos externos aos países em desenvolvimento. A América Latina e Caribe, com 27% do total, ocuparam a segunda posição, à frente das Europas Central e do Leste, com 22%. Nos anos 2000, porém, esta última região foi mais dinâmica que aquela até 2013, particularmente nos outros fluxos privados (empréstimos bancários e não bancários, que incluem colocação de bônus e notas nos mercados de capitais) da Europa Ocidental, quando a crise europeia atingiu os países do Leste, antes de engolfar a sua própria periferia.

TABELA 2

Fluxos financeiros líquidos privados para os países em desenvolvimento conforme a distribuição geográfica

(Em %)

	Média de 1990-1997	Média de 1998-2002	Média de 2003-2007	Média de 2008-2009	Média de 2010-2013
Mercados emergentes e países em desenvolvimento	100	100	100	100	100
Europas Central e do Leste	5	35	26	43	19
Comunidade de Estados Independentes	-6	-13	13	-36	-10
Ásia em Desenvolvimento	49	12	36	55	71
América Latina e Caribe	29	68	13	24	33
Oriente Médio, África do Norte, Afeganistão e Paquistão	20	-9	8	8	-13
África Subsaariana	3	7	3	7	1

Fonte: IMF/WEO Database, Abril 2014.

A tabela 3 permite visualizar o padrão de financiamento externo de cada região ao longo de cada ciclo. As principais regiões foram a Ásia em Desenvolvimento, a América Latina e Caribe e as Europas Central e do Leste. No conjunto, elas responderam aproximadamente 95% dos fluxos financeiros privados líquidos para os países em desenvolvimento.

TABELA 3

Fluxos financeiros líquidos privados dos países em desenvolvimento(Em % do PIB¹ regional)

Total	Média de 1990-1997	Média de 1990-1997	Média de 1998-2002	Média de 2003-2007	Média de 2008-2009	Média de 2010-2013
Ásia em Desenvolvimento	3,9	3,9	0,3	3,1	1,6	2,6
América Latina e Caribe	2,1	2,1	2,1	1,7	1,3	2,5
Europas Central e do Leste	1,4	1,4	3,7	8,2	5,5	4,3
Investimento direto líquido						
Ásia em Desenvolvimento	2,4	2,4	2,3	2,6	1,8	2,1
América Latina e Caribe	1,4	1,4	3,3	2,0	2,0	2,2
Europas Central e do Leste	1,2	1,2	2,3	3,7	2,8	1,5
Fluxos líquidos privados de portfólio						
Ásia em Desenvolvimento	0,6	0,6	-0,5	0,3	0,3	0,7
América Latina e Caribe	1,1	1,1	-0,2	0,2	0,2	0,9
Europas Central e do Leste	0,2	0,2	0,3	0,7	-0,1	1,9
Outros fluxos líquidos de capital privado						
Ásia em Desenvolvimento	0,9	0,9	-1,5	0,1	-0,5	-0,2
América Latina e Caribe	-0,4	-0,4	-1,1	-0,5	-1,0	-0,6
Europas Central e do Leste	0,0	0,0	1,1	3,8	2,8	1,0

Fonte: IMF/WEO Database, Abril 2014.

Nota: ¹ Produto interno bruto.

Muito embora a Ásia em Desenvolvimento tenha recebido um volume absoluto sempre maior de recursos que as demais regiões, o mesmo não necessariamente ocorreu em termos relativos à dimensão de seu PIB regional. Na média dos períodos 1990 e 1997 (3,9% do PIB regional) e 2003-2007 (3,1%), mostrou as cifras significativas, particularmente por seu acesso aos investimentos diretos estrangeiros: 2,4% e 2,6% do PIB regional. Seu grau de dependência dos fluxos financeiros internacionais de curto prazo (investimentos de portfólio e alguns tipos de empréstimo bancários) era mais baixo que os apresentados pela América Latina e Caribe e pelas Europas Central e do Leste.

Em termos de importância, a América Latina e Caribe vem na sequência. Seu maior grau de abertura aos fluxos internacionais ocorreu no período 2010-2013 (2,5% do PIB regional) e o segundo maior, na forte expansão ocorrida entre 1990-1997 (2,1%). Neste período, apesar dos inúmeros investimentos diretos, houve uma forte entrada de investimentos de portfólio por conta da abertura das contas de capital de seus países componentes. Já antecipando, porém, a crise que ocorreria na segunda metade dos anos 1990, os demais fluxos de capital, em especial os empréstimos bancários, já saíam da região. Apesar disso e a exemplo da Ásia, o peso maior sempre ficou com os investimentos diretos estrangeiros, particularmente na fase de descenso de um he-miciclo, em 1998-2002 (3,3% do PIB regional), por causa dos inúmeros processos de privatização que ocorriam na região.

As Europas Central e do Leste se mostraram relativamente mais abertas ao capital estrangeiro que as duas regiões anteriores, especialmente a partir da virada do milênio. Como que antecipando a crise econômica global, no período 2003-2007, recebeu o equivalente a 8,2% do PIB regional, prioritariamente sob a forma de recursos especulativos de curto prazo; 3,8% de investimentos de portfólio; e 0,7% de empréstimos bancários e não bancários, apesar de os investimentos diretos também terem sido expressivos (3,7% do PIB regional).

Pode-se, então, especular que as Europas Central e do Leste utilizaram mais pesadamente os fluxos externos privados e foram mais dependentes de capitais de curto prazo; por isso, maiores foram suas volatilidades. A Ásia em Desenvolvimento e a América Latina e Caribe, no entanto, mostraram um padrão de financiamento externo bastante similar entre si e bem inferior ao daquela região, ainda que muito dependentes, também, de capitais de curto prazo. Não há diferenças perceptíveis em termos de volatilidade entre elas.

O terceiro ponto comentado envolve uma consequência controvertida da natureza pró-cíclica dos fluxos financeiros internacionais: a excessiva acumulação de reservas pelos países em desenvolvimento. A tabela 4 mostra a evolução das reservas internacionais, que aumentaram cerca de sete vezes entre 1999-2013 e inverteram a concentração histórica de dois terços para os países avançados e um terço para os países em desenvolvimento. Há, porém, uma dificuldade ainda grande e crescente em identificar as aplicações dessas reservas. Ao final de 2013, não mais que 53% das reservas mundiais estavam identificadas (77% em 1999), sendo 89% nos países avançados e apenas 36% nos países em desenvolvimento. Vários países não divulgam seus dados com transparência. O mais importante deles é a China, sob a alegação de que o Acordo do FMI requer a divulgação do total, mas não a composição das reservas.

TABELA 4
Total das reservas internacionais
(US\$ bilhões)

	1999	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2013
Mundo	1.782	2.050	3.025	4.320	6.700	8.165	10.202	11.683
Economias avançadas	1.122	1.247	1.767	2.079	2.432	2.779	3.399	3.824
Economias emergentes e em desenvolvimento	660	803	1.258	2.241	4.268	5.386	6.803	7.859
Porcentagem do total								
Economias avançadas	63	61	58	48	36	33	33	33
Economias emergentes e em desenvolvimento	37	39	42	52	64	67	67	67
Reservas identificadas/reservas totais (%)								
Mundo	77	77	73	66	61	56	55	53
Economias avançadas	90	90	88	88	89	88	89	89
Economias emergentes e em desenvolvimento	56	56	53	46	46	40	39	36

Fonte: IMF Statistics Department Coper Data Base; International Financial Statistics. Acesso em: maio, 2015.

No ano de 2013, as quatro maiores moedas responderam por 93% das reservas identificadas: dólar (61%), euro (24%), libra (4%) e iene (4%). A abertura dos números por região, por outro lado, mostra que, para o período 2000-2013, três delas responderam por 90% do acúmulo de reservas: Ásia em Desenvolvimento (63%), países exportadores de petróleo do Oriente Médio, África do Norte mais Afeganistão e Paquistão (19%) e Comunidade dos Estados Independentes (8%).

Finalmente, uma consequência da forte acumulação de reservas pelos países em desenvolvimento tem a ver com custos. Relatório da Organização das Nações Unidas (ONU) (2009, p. 96) acusa o sistema atual de injusto por resultar na transferência desses recursos para os países avançados, que são os emissores das divisas conversíveis. A acumulação de reservas representaria um empréstimo aos Estados Unidos a taxas de juros muito baixas. Até 2007, essa transferência do estoque de reservas para os países industrializados teria alcançado o montante de US\$ 3,7 trilhões. Inversamente, seriam bem mais elevadas as taxas de juros que os países em desenvolvimento precisariam pagar, quando necessitassem de recursos internacionais.

Resumindo os três pontos discutidos, a crescente liberalização dos fluxos de capitais na órbita internacional apresentou características muito peculiares, que marcaram fortemente a década de 1990 e que continuaram a apresentar alterações significativas nos anos 2000. O volume dos fluxos privados de capitais aumentou muito, mas seu caráter volátil e pró-cíclico certamente ampliou a exposição dos países em desenvolvimento a crises de caráter financeiro. Dois típicos períodos de expansão e contração dos fluxos externos privados geraram um forte impacto nos mercados emergentes. Na segunda metade dos anos 1990, com a crise dos países asiáticos e da América Latina, a queda foi especialmente significativa nos fluxos de empréstimos bancários e não bancários, mas não nos investimentos diretos, em função dos diversos movimentos de privatização então em andamento.

Nos anos 2000, a crescente importância da China como consumidora de produtos primários permitiu uma saída da crise que incluiu aumento dos saldos em conta corrente e acumulação de reservas internacionais. Esta acumulação foi muito maior que o necessário, dados os saldos positivos em conta corrente; conseqüentemente, de manutenção muito mais cara.

A distribuição geográfica desses recursos também se alterou. A Ásia em Desenvolvimento nunca perdeu a dianteira no acesso aos recursos externos. Na sequência, veio a América Latina e Caribe, que, apesar do ímpeto com que embarcou no discurso hegemônico da integração aos mercados globais, viu suas principais economias perderem vigor no final da década de 1990 e início dos anos 2000. Não foi surpresa, portanto, que, no período 2003-2009, ela tenha sido suplantada pela Europa emergente, aí incluídas Rússia, Turquia, República Tcheca, Hungria e Polônia, sendo alguns países recém-chegados à União Europeia.

3 A NECESSIDADE DE REGULAÇÃO DOS CAPITAIS INTERNACIONAIS

Como o FMI reagiu às crises iniciadas nos países emergentes na segunda metade dos anos 1990? Que resposta dar a um mundo desregulado, onde predominavam fluxos livres de capitais, grande variabilidade das taxas de câmbio e ausência de uma instituição que servisse como emprestadora de última instância? Como reconhecer com Stiglitz (1998, p. 9-12), na análise da crise asiática, que os países em desenvolvimento têm menor capacidade para regulação financeira e, portanto, maior vulnerabilidade a choques? E, também com Stiglitz, como aceitar que o aumento dos fluxos privados de capital relativamente aos públicos traria consequências negativas para o nível da informação disponível no mercado, já que é mais difícil obter informações do setor privado do que das finanças públicas, o que se torna mais evidente com o uso crescente das operações menos transparentes, com derivativos negociados em mercados de balcão?

Como enfrentar a questão levantada por Eichengreen (1999, p. 20), que destacou que a natureza das crises havia mudado? Se antes os sistemas financeiros doméstico e internacional eram segmentados por controles de capitais, era lógico entender os *deficit* de balanço de pagamentos como tendo a ver, basicamente, com desequilíbrios da conta corrente. Com base neste diagnóstico, o *establishment* financeiro propugnava que a restauração do equilíbrio passava por políticas monetária e fiscal restritivas. A mudança que ocorreu no final dos anos 1990 adveio da grande mobilidade internacional dos capitais, que implicava que a estabilização do balanço de pagamentos envolvia, fundamentalmente, a conta de capital. Isso não passava por políticas recessivas, mas requeria a restauração da confiança dos investidores e, por conseguinte, da confiança na estabilidade dos sistemas financeiros domésticos.

Embora apresentasse um discurso a favor do multilateralismo, a política do presidente Bill Clinton já antecipava as questões centrais da nova arquitetura pretendida para o sistema financeiro internacional. As pressões liberalizantes, explicitadas pelo então secretário do Tesouro americano, Larry Summers (1999, p. 323-326), já apontavam para uma diminuição significativa dos instrumentos de intervenção multilateral. Seu diagnóstico se baseava na ideia de que as crises periódicas dos últimos vinte anos do século XX eram resultado do excesso de empréstimos imprudentes tomados pelos países em desenvolvimento, e não do excesso de liquidez na órbita mundial.

Em palestra no Departamento do Tesouro, Summers (2000, p. 3-5) deixou claro os rumos que a política americana vinha seguindo: promover soluções de mercado para as crises financeiras e colocar as questões de redução da pobreza no centro das políticas do FMI. Essa visão diferia dos anos Bush na forma, não na essência. Enquanto o presidente Bill Clinton preferiu atuar junto aos foros multilaterais, o presidente George W. Bush optou por aprofundar o unilateralismo de sua política externa.

Até a primeira metade dos anos 2000, o FMI gozava de ampla liberdade para defender um diagnóstico liberalizante para os fluxos financeiros. A partir de então, dois fatos novos começaram a mexer na zona de conforto da instituição: o primeiro refere-se à emergência de controvérsias internas; o segundo, ao novo papel que o G-20³ começou a exercer.

Quanto ao primeiro ponto, em 2005, o Escritório de Avaliação Independente (Independent Evaluation Office) do FMI, estabelecido em 2001 para conduzir avaliações objetivas e independentes de suas políticas e atividades, publicou estudo interno de análise da questão da liberalização da conta de capital, envolvendo uma amostra de países emergentes no período 1990-2004 (FMI/IEO, 25 ago. 2005). Dentre suas principais conclusões, destacaram-se três. A primeira foi reconhecer que não há evidências que deem apoio à tese de que maior endividamento externo leva, necessariamente, os países a crescerem mais rápido do que são capazes. O discurso então dominante era que esses fluxos permitiriam taxas de crescimento maiores nos países em desenvolvimento.

A segunda foi criticar a ênfase que os analistas do FMI sempre davam aos riscos que os países emergentes corriam ao buscar recursos externos sem atentar para a solidez de seus sistemas financeiros. Esse tipo de abordagem se centrava, por definição, na estrutura econômica dos países recipientes (o lado da demanda), sem atentar para o caráter pró-cíclico dos fluxos disponibilizados pelos detentores do capital (o lado da oferta). Daí a recomendação de que a supervisão do FMI precisava dar mais atenção aos fatores de oferta dos fluxos de capitais de modo a diminuir sua volatilidade.

3. O grupo é composto pelas economias avançadas do G-7 (Canadá, Alemanha, França, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos), pela União Europeia (representada pelos presidentes do Conselho Europeu e do Banco Central Europeu – BCE) e por países emergentes expressivos (África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, China, Coreia do Sul, Índia, Indonésia, México, Rússia e Turquia). Após a crise de 2008, passaram a participar também das reuniões do G-20 representantes do FMI, do Banco Mundial, da Organização Internacional do Trabalho (OIT) – em grande medida, por insistência brasileira –, da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), da Organização Mundial do Comércio (OMC) e o secretário-geral da ONU.

A terceira, uma decorrência da anterior, criticou a informalidade da supervisão exercida pelo FMI, cujos técnicos, seguindo talvez suas próprias convicções liberais, não ultrapassavam recomendações válidas para o conjunto dos países emergentes. O Escritório de Avaliação Independente destacou a necessidade de estudar a situação macroeconômica de cada país, tomado isoladamente, e de reconhecer que, em certas condições, controles de capitais eram úteis.

No que respeita ao segundo ponto, pode-se afirmar que o G-20, composto pelos ministros de Finanças e pelos presidentes de bancos centrais, nasceu em 1999, no rescaldo da crise dos países emergentes, na segunda metade da década de 1990, a partir de uma decisão tomada pelo G-7. O momento era de inconformidade com relação à atuação do FMI no diagnóstico e montagem dos programas de resgate, particularmente entre os asiáticos. À perda de credibilidade da instituição somou-se a incapacidade dos maiores países do mundo de coordenarem os interesses econômicos globais. Do G-20 era esperado, portanto, que seus componentes, especialmente os países em desenvolvimento, atuassem como forças de contenção em defesa do papel histórico das “irmãs de Bretton Woods” – FMI e Banco Mundial, que se mostravam carentes de legitimidade e de recursos – e disseminassem boas práticas de governança aos países emergentes para evitar novas crises.

Essa incapacidade foi evidenciada em 2008, quando, ao final do encontro do G-20 em Washington, o presidente George W. Bush declarou que este, não o G-8, era o foro adequado para enfrentar os desafios colocados pelo agravamento da crise global, com a quebra do banco de investimento Lehman Brothers. Em seus comentários à imprensa, em 15 de novembro de 2008, ele colocou o repto fundamental de esperar acordos substantivos de um foro que representava nações de seis continentes diferentes e que estavam em diferentes estágios de desenvolvimento (G20 Information Centre, November 15, 2008, p. 1).

O G-20 se mostrou à altura da gravidade do momento, e, na reunião em Londres, o texto do comunicado final, de 2 de abril de 2009, anunciou importante mobilização de recursos, que poderiam chegar a US\$ 1,1 trilhão.⁴ Adicionalmente, foi enunciado o

4. As fontes desses recursos viriam de um aumento de US\$ 500 bilhões nos recursos disponíveis ao FMI; uma nova alocação de US\$ 250 bilhões em Direitos Especiais de Saque; US\$ 250 bilhões para financiamento do comércio internacional, por meio das agências de crédito à exportação dos países-membros e dos bancos regionais; e US\$ 100 bilhões adicionais destinados aos bancos multilaterais de desenvolvimento: Banco Mundial e bancos regionais de desenvolvimento (G-20 Information Centre, 2009, parágrafo 5º).

compromisso de os países-membros do FMI usarem de todos os meios disponíveis para estimular o crescimento econômico e o nível do emprego, inclusive implantando pacotes substantivos de gastos. No plano monetário, os bancos centrais se comprometeram a manter políticas expansionistas pelo tempo necessário à superação da crise, inclusive utilizando instrumentos não convencionais, e a preservar baixas suas taxas de juros (G-20 Information Centre, 2009, p. 6-7). Tais medidas deveriam perdurar enquanto não fossem restaurados os empréstimos domésticos e os fluxos internacionais de capitais (G-20 Information Centre, 2009, p. 8).

Há consenso, então, de que o agravamento da crise em 2008 transformou o G-20 em fórum de discussão e encaminhamento de propostas de reforma do sistema financeiro internacional, enquanto o FMI assumiu o papel de seu braço operacional. Uma das consequências da nova distribuição de poder foi a inflexão no posicionamento do FMI com relação aos fluxos de capital, já que não lhe era mais possível manter a rigidez do discurso, apesar de suas arraigadas crenças liberais. Muito contribuíram para isso as pressões do G-20, que assumiu papel relevante nos anos iniciais de buscar soluções em prol da mobilização de recursos para enfrentamento da crise e de coordenar políticas econômicas internacionais.

À luz dos questionamentos levantados pelo Escritório de Avaliação Independente e pelo G-20, o FMI respondeu com a publicação de quatro estudos acerca dos fluxos externos de capitais no período 2010-2012. O primeiro fez um diagnóstico da situação geral, explicitou a estrutura legal e institucional do FMI e voltou-se mais à análise dos fatores estruturais e de liquidez global envolvidos na questão (FMI, 2010d, p. 1-40). O segundo documento tratou das experiências recentes de mercados emergentes na gestão de fluxos de capitais (FMI, 2011a, p. 3-8). Estes mercados estavam vivenciando períodos de grandes ondas de fluxos de capitais, que aumentavam o preço de seus ativos e suas perspectivas de crescimento econômico. Como consequência, o FMI colocou seu foco na medição desses movimentos e na explicitação de suas causas, a partir de alguns estudos de caso. O terceiro documento mudou o foco das políticas prudenciais dos países emergentes para as responsabilidades a serem atribuídas às economias avançadas, seja com relação aos fluxos entre elas próprias, seja com relação às economias emergentes (FMI, 2011b, p. 1-30). O quarto e último documento propôs um enfoque integrado à liberalização dos fluxos de capitais e estudou as implicações desta liberalização para os países emergentes. Considerou, também, medidas de gestão dos fluxos de saída de

capitais (FMI, 2012b, p. 1-48). Na sequência, o que aqui se faz é analisar seis pontos identificados nestes estudos como os mais relevantes para as políticas macroeconômicas dos países emergentes.

3.1 O aumento dos fluxos externos de capitais e suas causas

Para o FMI, esse aumento se deve a causas estruturais. Sua percepção é de que os fluxos de capitais devem continuar a aumentar devido ao envelhecimento das populações nas economias avançadas; aos diferenciais de crescimento entre países emergentes e países industrializados; à firme melhora no acesso à informação e ao declínio do viés nos investimentos domésticos das economias avançadas. Um exemplo citado foi o de uma amostra de investidores institucionais americanos que distribuíam entre 3% e 5% de suas carteiras para mercados emergentes, contra 13% para um índice que incluía todos os países. Os ativos destes investidores, de acordo com dados de 2007 do Banco de Compensações Internacionais (Bank for International Settlements – BIS), citados pelo FMI, somavam US\$ 46 trilhões. Uma realocação de 1% desses ativos para mercados emergentes representaria algo em torno de US\$ 460 bilhões, ou 66% dos US\$ 695 bilhões de fluxos privados líquidos de entrada no ano de 2007 e 110% dos US\$ 418 bilhões de investimentos diretos estrangeiros líquidos (FMI, 2010d, p. 13).

Os fluxos de capital para países emergentes também teriam aumentado em função do advento da crise financeira global, dirigindo-se, especialmente, à América Latina, Ásia, África do Sul e Turquia. Embora sem ter ainda atingido os níveis pré-crise, os fluxos líquidos para inúmeros desses países já estariam próximos de suas altas históricas. Os fluxos brutos, por sua vez, tinham subido para a casa de 6% de seus PIBs, e – ao contrário de ondas anteriores, em que predominavam o investimento direto e os empréstimos bancários –, desta feita, os fluxos de investimento de portfólio representariam cerca de metade dos fluxos totais. Brasil e Coreia do Sul teriam sido os dois maiores recipientes deste tipo de investimento (FMI, 2011a, p. 3).

As principais explicações para esses movimentos estariam na melhora dos fundamentos econômicos e na perspectiva de crescimento dos países emergentes, bem como, em sentido contrário, nas políticas monetárias lassas nas economias avançadas. A crise global e o nervosismo extremo na Europa teriam desvendado as fragilidades das economias avançadas, disparando uma mudança nas distribuições de investimentos de portfólio dos investidores institucionais para os países emergentes. Em uma perspectiva

cíclica, a mais rápida recuperação destas economias ante aquelas deveria manter elevado o diferencial de taxas de juros por um longo período de tempo. Em termos relativos, quanto mais líquidos forem os países emergentes, maior sua atratividade para esse tipo de investimento volátil, o que resultaria em maior exposição ao risco quando das reversões cíclicas súbitas e sincronizadas já manifestadas no passado (FMI, 2011a, p. 3-4).

3.1.1 A volatilidade dos fluxos externos e suas implicações

Muito esclarecedora é a seção que discute os benefícios e custos da liberalização dos fluxos de capitais (FMI, 2012b, p. 13-15). Em que pese a repetição do mantra de que, no longo prazo, países emergentes mais abertos tendem a crescer mais rápido, ainda que as evidências coletadas sejam confessadamente não conclusivas, há o reconhecimento de que o principal custo da abertura provém da vulnerabilidade a crises financeiras disparadas por paradas súbitas dos fluxos de capitais. Esse representa o ponto que realmente interessa: a taxa de crescimento de 48 países emergentes desde o início da recente crise global sugere que as medidas de abertura constituíram bons indicadores do posterior declínio e que as economias emergentes com maiores restrições aos fluxos de entrada de capitais enfrentaram melhor a crise. Quanto maiores as restrições nos anos pré-crise, menores os declínios verificados nas taxas de crescimento (FMI, 2012b, p. 14-15). Ou seja, não está clara a correlação entre a liberalização dos fluxos de capital e o crescimento de longo prazo, mas é evidente o impacto deletério da sua volatilidade em ambiente desregulado.

Sete países foram estudados no documento de fevereiro de 2011: Brasil, Indonésia, Coreia do Sul, Peru, África do Sul, Tailândia e Turquia. A regra observada foi a de significativa acumulação de reservas e valorização real das taxas de câmbio para os níveis pré-crise, de forma que o aumento do investimento de portfólio estimulou a elevação dos preços de títulos e ações, especialmente em países com mercados de capitais menos profundos. No início de 2011, portanto, o FMI já detectava sinais de bolhas em ativos e fortes pressões sobre o crescimento do crédito ao setor privado (FMI, 2012b, p. 4).

À luz desses desafios, o estudo especulou acerca das respostas a serem dadas pelas políticas macroeconômicas. À luz da virada de percepção do G-20 de crise financeira para crise de dívida soberana, explicitada na reunião de Seul, em novembro de 2010, foi feita a recomendação da necessidade de apertar a política fiscal em vez de manter a prevalência das políticas de afrouxamento fiscal e monetário adotadas

durante a crise. As medidas prudenciais e os controles de capitais utilizados pelos países analisados envolveram principalmente impostos sobre a entrada de certos fluxos e a manutenção de tempos mínimos de permanência no país. Os resultados dessas medidas não seriam muito claros, ainda que, na maioria dos casos, a apreciação das moedas tivesse desacelerado ou sido interrompida durante o período em que foram implantadas (FMI, 2012b, p. 5).

3.1.2 A responsabilidade dos centros financeiros internacionais no fornecimento da liquidez global e no risco sistêmico

Em algumas questões, começou a ficar evidente o reconhecimento da fundamentação lógica das críticas à ausência total de regulação da matéria. Como já foi mencionado, entre 2003 e 2007, o grande aumento dos fluxos externos para os países em desenvolvimento ocasionou valorização real das moedas, expansão não administrável de crédito, má alocação de investimentos e bolhas em preços de ativos. Nos períodos de alta, o financiamento bancário funcionou de forma pró-cíclica e, portanto, cresceu mais que um “financiamento estável” – aquele que manteria uma relação mais próxima com o porte do sistema financeiro doméstico. Os momentos de baixa se deram por aumento da aversão ao risco, por “fuga para a segurança” ou por recessões domésticas que provocaram diminuições das exposições bancárias, fatores esses que contribuíram para a volatilidade dos fluxos de capital. Vale dizer que, instituições financeiras não costumam levar em conta as vulnerabilidades sistêmicas que suas ações engendram. Nas altas, elas podem assumir riscos elevados, medidos pela relação de seus ativos com o porte da economia devedora ou com o peso do sistema financeiro doméstico. Apesar disso, a exposição pode não ser significativa para o banco, com relação ao total de seus ativos. Isso implica que pequenas mudanças nos ativos da instituição podem gerar grandes fluxos de capitais para países devedores e, nem ela, nem os reguladores domésticos atribuirão grande importância aos riscos assumidos nessas economias (FMI, 2010d, p. 7, 10 e 15).

Na questão da liquidez global, há períodos de aumento no apetite ao risco e as condições globais de liquidez são determinadas por instituições sediadas nos centros financeiros internacionais. Por isso, taxas de juros baixas nas economias avançadas estimulam operações de arbitragem, sem qualquer correlação com os fundamentos do país receptor (FMI, 2010d, p. 13). Há, também, concentração dos fluxos brutos de capital em algumas poucas economias avançadas. O estudo destaca que cinco países (Reino Unido, Estados Unidos, Alemanha, França e Bélgica) foram responsáveis, em 2000,

por 63% do total dos fluxos de saída e por 70% dos fluxos de entrada. Em 2010, Reino Unido, Estados Unidos, Alemanha, França e Luxemburgo apenas inverteram os sinais: 68% dos fluxos de saída e 64% dos fluxos de entrada (FMI, 2011b, p. 7).

O mesmo padrão serve para as economias emergentes. Em 2010, a origem de 84% dos recursos se resumiu a dez investidores de portfólio para uma amostra dos quinze maiores países emergentes.⁵ As operações de dez grandes bancos⁶ em países em desenvolvimento, por sua vez, responderam por 72% do total. Essa concentração de investimentos de portfólio e empréstimos bancários em poucos centros financeiros pode resultar em trazer impacto significativo aos fluxos de capitais para as economias emergentes, do que deriva que as políticas regulatórias e de supervisão bancária dos grandes centros financeiros podem influenciar a volatilidade desses fluxos e aumentar a instabilidade financeira (FMI, 2011b, p. 7).

Outro ponto mostra que as atividades das instituições financeiras globais sistemicamente importantes (*global systemically important financial institutions* – G-Sifis) foram responsáveis diretas pelos riscos derivados dos fluxos de capitais, o que levanta questões acerca da efetividade da estrutura de regulação do período pré-crise. Em especial, a expansão dos fluxos de investimento de carteira significou que uma parte maior dos fluxos de capital se moveu para fora do setor bancário regulado, o que aumentou potencialmente seu risco global. Antes da crise, diversas instituições financeiras globais sistemicamente importantes, particularmente bancos europeus, acumularam ativos estrangeiros, tais como títulos com *rating* elevado e denominados em dólar e empréstimos para países emergentes, administrando os riscos de câmbio por meio de derivativos financeiros. Com isso, elas acreditavam não ser fonte de vulnerabilidade, mas a crise acabou por demonstrar a elevada alavancagem e dependência de recursos de curto prazo do mercado financeiro americano, o que as expôs aos riscos globais de liquidez em dólar (FMI, 2011b, p. 8-9).

Em suma, os modelos de negócios das instituições financeiras globais sistemicamente importantes foram responsáveis pelo rápido aumento pré-crise dos passivos do sistema financeiro paralelo, especialmente nos casos dos investimentos de portfólio e nos de empréstimos bancários e não bancários. A relação entre liquidez global, fluxos

5. Estados Unidos, Luxemburgo, Hong Kong SAR, Ilhas Maurícius (Maurício), Reino Unido, Japão, Cingapura, Alemanha, França e Holanda.

6. A matriz de tais bancos estava domiciliada no Reino Unido, nos Estados Unidos, na Espanha, na França, na Alemanha, no Japão, na Áustria, na Itália, na Holanda e na Suíça.

de capital e instituições financeiras globais sistemicamente importantes sugere que estas cumprem um papel relevante na transmissão internacional das políticas monetária e prudencial das maiores economias (FMI, 2011b, p. 9). O estudo mostra que os componentes de liquidez do setor bancário (*core*) e do setor bancário paralelo (*non-core*) na zona do euro, do Japão, do Reino Unido e dos Estados Unidos eram relativamente iguais no final dos anos 1990. Depois disso, os passivos do sistema paralelo se tornaram mais importantes, tanto no rápido aumento da liquidez global como nos fluxos brutos externos antes da crise (FMI, 2011b, p. 10).

3.1.3 Controle de capitais como “armas de última instância”

Apesar desses avanços na percepção do papel efetivamente desempenhado pelos fluxos livres de capital, o FMI continua apegado à ideia de que controles de capital devem ser vistos como armas de última instância. Nessa linha, um processo estruturado de tomada de decisão (FMI, 2010d, p. 27) está explicitado em uma sequência cronológica sugerida por membros de seu *staff* (FMI, 2010a, p. 6-8): *i*) os governos devem deixar a taxa de câmbio real se ajustar à taxa nominal; *ii*) se a taxa de câmbio estiver próxima do equilíbrio e houver risco de sua valorização, uma acumulação de reservas pode ser implementada; *iii*) como fluxos de capital podem ser pró-cíclicos, deve-se considerar a adesão a políticas macroeconômicas contracíclicas – por exemplo, redução das taxas de juros ou contração da política fiscal para abrir espaço para um relaxamento monetário consistente com os objetivos do controle inflacionário quando não houver preocupação com superaquecimento da economia (FMI, 2011a, p. 7); *iv*) é lícito procurar alterar o padrão dos fluxos de entrada, de modo a favorecer tipos menos voláteis de capital; e *v*) finalmente, aderir a políticas macroprudenciais, tais como aumento nos depósitos compulsórios ou restrições a contratos de proteção (*hedging*). Somente quando tais opções de políticas tiverem sido exauridas, faria sentido utilizar medidas de gestão dos fluxos de capitais.⁷

Mesmo nesses casos, porém, seria fundamental distinguir as medidas de gestão dos fluxos de capitais baseadas em residência, mais usualmente chamados de controles de capitais, porque discriminam a atividade financeira com base no critério de residência, de outras que também pretendem influenciar os fluxos de entrada

7. Ver, também, Fritz & Prates, 2015, (no prelo).

de capitais sem, no entanto, discriminá-las por critérios de residência (FMI, 2011a, par. 7, p. 6). Ou seja, o uso de medidas de gestão dos fluxos de capitais deveria ficar restrito àquelas situações em que as taxas de câmbio não estivessem desvalorizadas, as reservas fossem excessivas com relação aos níveis prudenciais adequados e a economia estivesse superaquecida. Isso posto, deve-se dar precedência às medidas de gestão dos fluxos de capitais não baseadas em critério de residência, dosá-las de acordo com os objetivos de estabilidade macroeconômica ou financeira e levar em consideração fatores temporários ou cíclicos (FMI, 2011a, p. 7).

O último documento do FMI (2012b, p. 33-40) retoma o uso e a eficácia dos controles de capitais por países emergentes preocupados com os efeitos negativos potenciais de grandes fluxos de saída para o crescimento econômico e o bem-estar social. Poucos casos teriam ocorrido na última década, em que países apertaram significativamente os controles para enfrentar fugas de capitais. O FMI aponta como causas para essas fugas as inconsistências macroeconômicas na Argentina (2001-2002), o colapso do setor bancário nos estágios iniciais da crise financeira global na Islândia (2008) e as crises monetária e bancária agravadas pela fraca administração macroeconômica na Ucrânia (2008). A Rússia (2008), por outro lado, também teria enfrentado grande fuga de capitais, mas não ampliou seus controles de capitais. No geral, as análises desses casos só teriam evidenciado melhora na Islândia, talvez porque os controles se mostrassem mais efetivos em economias avançadas, onde seria maior a qualidade regulatória e institucional FMI (2012b, p. 33-34). Tudo somado, para serem efetivos, os controles de saída precisariam ser apoiados por políticas macroeconômicas coerentes. Uma vez que os países tenham liberalizado suas contas de capital, haveria certamente algum grau de volatilidade nos fluxos de saída, que poderia ser apreendido como normal. Ou seja, solidez macroeconômica permitiria conviver com volatilidade e, também, reduziria a casos extremos a necessidade do uso de medidas de gestão dos fluxos de capitais. E mesmo quando as medidas fossem necessárias, como na Islândia e na Ucrânia, elas deveriam assumir caráter temporário e serem suspensas tão logo as condições gerais melhorassem.

3.1.4 A cooperação internacional e a agenda de reforma global

O terceiro documento (FMI, 2011b, p. 12-20) reconhece que houve pouco progresso na agenda de reforma da arquitetura financeira global e na cooperação internacional. A crise revelou riscos associados aos fluxos de capitais sujeitos a regulação e supervisão,

mas que o FMI considera que não foram estudados seriamente. Eles envolvem riscos externos em taxas de câmbio, riscos de contraparte em contratos de proteção contra inadimplência de hipotecas, riscos em mercados de hipotecas e de concentração de crédito. Todos eles contribuem para o aumento do estresse nas relações externas e minam a confiança no sistema global (FMI, 2011b, p. 14). As políticas de “afrouxamento quantitativo” (*quantitative easing*) nos Estados Unidos, por exemplo, frequentemente refletem diferenças fundamentais entre as políticas dos centros financeiros internacionais e as dos países com sistemas financeiros domésticos pouco desenvolvidos. A consequência lógica da ideia de que os fluxos de capital têm importância secundária, amplamente defendida nesses centros, é o estímulo à operações de arbitragem, apenas uma das práticas do tipo “empobreça seu vizinho” (*beggar-thy-neighbor*), que têm se disseminado ao longo da evolução da crise financeira global.

Apesar das evidências de que os fluxos de entrada de capitais para os países emergentes se tornaram maiores e mais voláteis de que estes fluxos continuam excessivos com relação ao tamanho das economias, esses fatos não se fizeram acompanhar por avanços na regulação e supervisão financeira. Elas persistem subordinadas às jurisdições de cada autoridade nacional, mas, ao mesmo tempo, exibem uma dimensão externa que não é diretamente focada nos riscos dos fluxos de capitais. Em outras palavras, o FMI crê ser correto que as autoridades monetárias domésticas tratem dessa questão, até porque elas assumem uma perspectiva microprudencial, mas continua a ignorar os impactos que as instituições e os mercados de um grande país possam induzir em outros países ou mesmo nos mercados globais.

3.1.5 Os conceitos de liberalização dos fluxos de capital e o papel do FMI

Durante a crise dos países asiáticos, ficou evidente que a natureza das crises havia mudado com a ampla mobilidade dos capitais. Por isso, era preciso rever o papel do FMI, cujo estatuto (art. VIII, seção 2^a) o autoriza a promover a liberalização da conta corrente dos países-membros, mas não há nenhum artigo que indique o mesmo com relação à conta de capital, que é assunto restrito a cada país, conforme art. VI, seção 3. O posicionamento do FMI, porém, tem explorado as controvérsias que cercam a questão desde, pelo menos, a aprovação da segunda emenda dos artigos do estatuto, em 1978. Essa reforma não alterou o art. VI, mas modificou o art. IV, definindo que o objetivo do sistema monetário internacional continuava voltado à facilitação das trocas de bens e serviços, mas também dos movimentos de capitais entre países. Com a con-

tradição entre o novo art. IV e o inalterado art. VI, os países-membros continuaram a regular os movimentos de capitais, mas o FMI passou a delinear políticas “informais”, de modo a limitar esse direito e impedi-los de manipular suas taxas de câmbio livremente (FMI, 2010d, p. 18-19). O FMI usou essa indefinição para fomentar a abertura ampla das contas de capitais dos países em desenvolvimento e, em decorrência, a necessidade de manutenção de sistemas financeiros domésticos sólidos, em uma antecipação aos programas de privatização e de internacionalização, a partir da década de 1990.

Mais recentemente (FMI, 2012b, p. 6-8), o FMI reconheceu que não há uma definição uniforme de liberalização dos fluxos de capitais. Em um sentido amplo, entende-se que a plena liberalização implica a ausência de qualquer medida regulatória ou de outra natureza que impeça os movimentos transfronteiriços dos capitais. Na literatura econômica, a conversibilidade da conta de capital do balanço de pagamentos implica uma troca irrestrita da moeda local para transações de capital, o que implica liberdade para converter ativos locais em ativos estrangeiros e vice-versa.

Na prática, nenhum país adota essa definição ampla. A União Europeia se aproxima dela porque proíbe todas as restrições aos movimentos de capitais, mesmo que estas restrições não sejam fundadas em critérios de residência do investidor. Apesar disso, ela não reconhece como restrições aos movimentos de capital algumas medidas prudenciais ou medidas que sejam justificadas com base em políticas públicas ou de segurança, o que lhe dá bastante discricionariedade diante da realidade. A OCDE utiliza um conceito mais estrito, que está centrado na proibição de restrições baseadas em critérios de residência, isto é, não admite a discriminação entre residentes e não residentes em um país (OCDE, 2009). Seu código de capital estabelece dezesseis grupos de transações, distribuídas nas listas A e B. A lista A inclui transações de longa maturação, geralmente consideradas menos voláteis e, portanto, menos sujeitas a restrições. A lista B inclui um número mais limitado de transações em que inovações financeiras podem levar à emergência de operações que necessitem ser controladas. Embora não explicitamente declarado, trata-se de operações de prazos mais curtos, que são mais voláteis e que devem ser julgadas caso a caso.

O entendimento mais recente do FMI (2012b, p. 6-7) é que os “movimentos de capitais são uma parte importante do mandato do fundo, a despeito da dicotomia nos artigos do estatuto entre transações correntes e de capital”. O art.VI, seção 3, dá aos países-membro a liberdade de “exercitar controles que sejam necessários para regular os

movimentos internacionais de capitais”, mas essa liberdade não seria ilimitada, porque ela não poderia se mostrar inconsistente com suas obrigações definidas no art. IV. “Em geral, o fundo foca as questões dos fluxos de capitais como parte integrante de sua supervisão bilateral, bem como no contexto de suas responsabilidades de supervisionar o sistema monetário internacional”. Com isso, ele reafirma e aprofunda seu entendimento de que possui um mandato bastante sólido sobre a gestão dos fluxos de capitais, no que parece ser “um passo além” com relação às contraditórias cláusulas de seu estatuto.

Em resumo, nos estudos do FMI, há um reconhecimento explícito de que os fluxos de capitais para os países emergentes aumentaram muito nos anos 2000, assim como sua volatilidade, especialmente após o advento da crise financeira global. Muitos foram os motivos para o aumento desses fluxos. Os principais parecem decorrer de fatores estruturais ligados ao envelhecimento das populações nas economias avançadas e ao menor ritmo de crescimento destes países, que jogam a favor de um deslocamento crescente de recursos de seus investidores institucionais para os países emergentes, que teriam aprimorado muito seus fundamentos econômicos. Para além das questões estruturais, as políticas monetárias lassas adotadas pelas economias avançadas também implicam uma forte queda nas taxas de juros praticadas e, conseqüentemente, um aumento do diferencial destas taxas com relação àquelas praticadas nos países emergentes, ampliando os espaços para operações de arbitragem. A maior volatilidade, por sua vez, fica evidenciada pelo estreitamento de tempo dos ciclos de crescimento e recessão econômica nos países emergentes, que passam a acumular significativos montantes de reservas internacionais e a enfrentar tendência de valorização de suas taxas de câmbio, expansão desordenada do crédito, má alocação do investimento e bolhas de ativos.

A novidade nos estudos do FMI é o fato de terem permitido deslocar as responsabilidades do “lado da demanda” para o “lado da oferta” dos fluxos de capitais. Ou melhor: não “deslocar”, mas “acrescentar” os efeitos deletérios dos mercados globais livres aos argumentos tradicionais ligados à fragilidade de políticas conduzidas pelos países em desenvolvimento. Isso foi realizado por meio do reconhecimento da responsabilidade de alguns poucos centros financeiros internacionais com capacidade efetiva de influenciar os níveis de liquidez global e o risco sistêmico e de instituições financeiras globais sistemicamente importantes em termos de sua participação nos fluxos de investimento de portfólio e de empréstimos bancários e não bancários.

A essa altura, era de se esperar que o FMI se mostrasse pronto a avançar na aprovação de uma reforma global nessa matéria. Não foi o que ocorreu. O máximo de “avanço” permitido ao FMI foi aceitar que os países emergentes usassem de medidas de gestão dos fluxos de capitais, de preferência não baseadas em critérios que discriminassem investidores residentes e não residentes em um país. Assim mesmo, reafirmando seu “direito” de regular os movimentos de capitais, apesar das contradições de seu Estatuto, tais medidas deveriam se apresentar como “armas de última instância” e ter caráter temporário. Em suma, foi descartada a questão central da contestação dos países emergentes, em foros como o G-20, de que as medidas macroprudenciais, aí incluídos os controles de capitais, deveriam ser entendidas como parte integrante das políticas defensivas dos países emergentes.

3.2 Uma visão alternativa ao posicionamento do FMI

Para rebater o estado atual das artes em torno da questão dos controles de capitais aqui sintetizadas, basta citar as análises recentes do próprio FMI e acrescentar o trabalho acerca da governabilidade global para estabilidade financeira e desenvolvimento de autores da academia norte-americana que presidiram uma força-tarefa para tratar da regulação global dos fluxos de capitais (Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo, 2012, p. 1-12),⁸ dentre outros.

Na mesma direção do Escritório de Avaliação Independente do FMI, trafegam autores como Ocampo (2011, p. 1-2), para quem o decurso do tempo foi deixando evidente a natureza pró-cíclica dos fluxos privados, que se tornaram “um dos maiores determinantes (e talvez o maior determinante) dos ciclos de negócios nas economias emergentes”. Além disso, “a oferta de financiamento é crescentemente movida por decisões de portfólio nos países industriais, o que pode estar totalmente desconectado da demanda de capital por países em desenvolvimento e emergentes”, e os mercados financeiros destes países são incompletos e pequenos relativamente à magnitude das pressões especulativas que sofrem.

8. Em setembro de 2011, a força-tarefa foi constituída pela Iniciativa para Governança Econômica Global do Centro Pardee da Universidade de Boston, pela Iniciativa para o Diálogo de Política Econômica (Initiative for Policy Dialogue – IPD), da Universidade de Colúmbia, e pelo Instituto para o Desenvolvimento e Ambiente Global da Universidade Tufts.

Ao tratar da questão da prevenção de crises, Griffith-Jones e Ocampo (2011, p. 11-23) partiram da análise de dois princípios básicos de uma regulamentação prudencial: extensão ou abrangência e caráter contracíclico. No primeiro caso, eles destacaram que, em 2007, apenas 25% dos ativos do sistema financeiro americano pertenciam a bancos comerciais, que eram as instituições mais sujeitas a regulamentação. Isso deixava de fora instituições como *hedge funds*, derivativos negociados em balcão e centros *offshore*, que não se submetiam a qualquer regulação ou que enfrentavam normas muito leves. Nos mercados de capitais, não havia praticamente regulação formal. Como as atuações das partes menos reguladas do sistema financeiro são as que criam os mais fortes impactos pró-cíclicos, particularmente nas economias emergentes, a recomendação foi que houvesse coincidência de abrangência de regulamentação com abrangência de mercado.

No segundo caso, afirmaram que regulamentações pró-cíclicas implicam que o foco tradicional microeconômico deve ser complementado por políticas macroprudenciais de caráter contracíclico; isto é, políticas macroeconômicas devem compensar a natureza pró-cíclica dos mercados financeiros. Para que a regulamentação seja abrangente, é necessária a imposição de regras de capital mínimo para todos os negociadores com derivativos e para garantias em transações com esses derivativos, de forma a se reduzir o endividamento e o risco sistêmico. Para enfrentar os desequilíbrios monetários, é preciso proibir descasamento de moedas nos portfólios de intermediários financeiros, assim como lançar mão de regulações baseadas em preços, como tributação de fluxos de entrada e saída, e regulações de quantidades, como controles quantitativos e exigências de reservas não remuneradas sobre fluxos de entrada de capitais.

O relatório da força-tarefa Boston-IPD-Tufts (Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo, 2012, p. 2-3) reafirma o caráter inerentemente instável dos mercados financeiros, agravado por operações de *carry trade* (arbitragem), que levam os investidores, em ambiente de alta liquidez, a ficarem vendidos (*short*) em dólares (ou em outra moeda de financiamento) e comprados (*long*) nas moedas de nações com taxas de juros mais altas e com expectativas de valorizações de suas taxas de câmbio. Esses investidores esperam ganhar tanto nos diferenciais de taxas de juros como nos movimentos de câmbio (Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo, 2012, p. 3). Por isso, essas ondas repentinas de fluxos de capital podem ser desestabilizadoras, por motivos conjunturais, e não apenas estruturais.

As recomendações do relatório da força-tarefa incluem inúmeras razões para se utilizarem regulamentos da conta de capital. Dentre elas, as principais seriam (Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo, 2012, box 2, p. 6):

- as restrições devem ser vistas como parte essencial do instrumental da política econômica, e não como instrumento de última instância. Além disso, elas devem assumir um caráter permanente, e não temporário, bem como distinguir residentes de não residentes;
- as restrições devem ser consideradas de forma diferente por países emergentes onde a conta de capital ainda é muito fechada e por países onde a conta de capital já é aberta. Naqueles casos, elas poderiam ser usadas como estratégia de abertura gradual, enquanto nestes elas deveriam ser vistas como regulamentações prudenciais para administrar uma conta de capital já aberta;
- as restrições baseadas em quantidades podem ser mais efetivas que restrições baseadas em preços, especialmente em países com contas de capitais relativamente fechadas, bancos centrais frágeis ou quando os incentivos para atrair capital são muito grandes;
- as restrições não deveriam se restringir aos fluxos de entrada de capitais, mas também aos fluxos de saída, particularmente em momentos de crise aguda, quando há risco de corridas bancárias; e
- ademais, as nações industrializadas devem considerar os efeitos de contágio de suas políticas monetárias e avaliar medidas para reduzir fluxos excessivos de saída de capitais de curto prazo, que são indesejáveis tanto para elas como para os países em desenvolvimento.

Na questão da cooperação internacional, o relatório resgata Bretton Woods, que definiu o controle do movimento de entrada e saída de capitais como parte central do sistema econômico após a Segunda Guerra Mundial. Os tempos mudaram, mas, pelo menos, o FMI e o G-20 deveriam enfatizar a importância das medidas de gestão dos fluxos de capitais em seus comunicados e publicações. Não é o que ocorre, e, em parte por isso, inúmeros acordos de comércio e de investimento continuam a proibir seu uso. Na Ásia, onde há um uso bastante generalizado de restrições de entrada e saída de capitais, a Associação de Nações do Sudeste Asiático (Association of Southeast Asian Nations – Asean) exigiu a eliminação da maioria delas até 2015. Nos Estados Unidos, principalmente, os acordos de comércio e investimento são os que apresentam menor flexibilidade (idem, p. 9-10).

O comportamento do FMI, em verdade, reflete as contradições do G-20. O encontro de Seul (novembro de 2010) representou um ponto de virada nas então dominantes medidas expansionistas fiscais e monetárias de combate à crise financeira definidas em Londres (2009) para as novas preocupações com a crise de dívida soberana. O documento final dos líderes em Seul se limitou a declarações genéricas a favor de taxas de câmbio determinadas pelo mercado, contra desvalorizações competitivas, e a estimular as economias avançadas a ficarem atentas contra excessos de volatilidade e movimentos desordenados nas taxas de câmbio. A aguda questão das taxas de câmbio, conseqüentemente dos fluxos de capital, foi postergada para o encontro de Cannes (2011), momento em que elas seriam analisadas por um grupo de trabalho de estrutura, o Mutual Assessment Process (MAP), com apoio técnico do FMI.

Como se não houvesse urgência, o plano de ação definido em Seul (2010, par. 11) subordinou a análise dos desequilíbrios externos – refletidos nas taxas de câmbio sobrevalorizadas e nos *deficit* insustentáveis em conta corrente – ao desenvolvimento de uma série de indicadores macroeconômicos (fiscais, monetários, financeiros e estruturais), que incluíam a volatilidade dos preços agrícolas. Tal indefinição, como era de se esperar, contribuiu para aumentar o desconforto crescente de países que amargam excessiva valorização cambial e os incentivou a tomar medidas de caráter unilateral em defesa de suas contas externas.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na segunda seção deste texto, concluiu-se que as políticas econômicas dos países em desenvolvimento ficaram sujeitas aos movimentos cíclicos do capital internacional. Se suas crises recorrentes não foram criadas por esses fluxos, um tema em aberto, elas foram, certamente, potenciadas por sua volatilidade e natureza pró-cíclica.

A partir dos anos 1990, quando a maioria dos países em desenvolvimento já havia aberto seus mercados aos fluxos internacionais de capitais, dois ciclos de médio prazo ocorreram: 1990-2002 e 2003-2009. O primeiro deles se subdividiu em uma fase expansionista até 1997, com ênfase nos movimentos privados de investimento direto estrangeiro e investimento de portfólio, em detrimento dos empréstimos bancários e não bancários. Esse foi o ciclo que, praticamente, tornou irrelevantes os fluxos oficiais

de capital, que haviam predominado nas décadas anteriores. A partir de então, seu papel foi tão somente o de contrarrestar os fluxos de capital em épocas de crise, como a dos países asiáticos e latino-americanos, que reverteu o volume dos fluxos entre 1998-2002. O segundo ciclo, de menor duração, porém mais intenso em volume de recursos, mostrou expansão entre 2003 e 2007 e retração entre 2008 e 2009.

A grande diferença entre os dois ciclos se deu na forma de ajuste dos países em desenvolvimento aos momentos de crise. No primeiro, o acesso aos programas oficiais de resgate se deu à custa de intensas contrapartidas macroeconômicas, que impuseram abertura mais ampla aos fluxos internacionais e, por conseguinte, plantaram as sementes da próxima turbulência. No segundo, a emergência da China como grande demandante de produtos primários permitiu oportunidade única aos países em desenvolvimento de modificarem seu financiamento externo. *Superavit* em conta corrente e acumulação de reservas internacionais deram o tom do novo momento histórico. Se, por um lado, aumentou a autonomia de políticas destes países, por outro, surgiram problemas relevantes, como o custo de manutenção dessas reservas e sua forma de reciclagem, que representa um financiamento a juros baixíssimos às economias avançadas.

Um ponto importante para a questão da volatilidade envolve uma abordagem regional desses recursos. Se tomado o período de cerca de vinte anos, entre 1990 e 2013, a Ásia em Desenvolvimento absorveu 50% dos fluxos líquidos de capitais privados; seguida pela América Latina e Caribe, com 27%; e pelas Europas Central e do Leste, com 22%. Não houve diferenças perceptíveis entre Ásia em Desenvolvimento e América Latina e Caribe, em termos de volatilidade dos fluxos externos, se forem considerados os fluxos como proporção dos PIBs regionais. As Europas Central e do Leste, contudo, mostraram-se mais propensas a crises, por sua maior dependência relativa aos fluxos de investimento de portfólio e aos empréstimos bancários e não bancários. Foi a composição de recursos mais pesadamente dependente de capitais especulativos que as arrastou aos problemas atuais, quando a crise atingiu a Europa.

Na terceira seção do texto, partiu-se da constatação de que as questões de governança estão na ordem do dia. Muito se tem discutido e pouco avançado em reformas financeiras e monetárias, particularmente quando se trata de assuntos relativos à regulação à supervisão dos sistemas financeiros. Mais difícil é enfrentar os problemas derivados dos movimentos internacionais do capital financeiro. No período de intensa

liberalização econômica, a partir dos anos 1980, retomar a ideia dominante em Bretton Woods de controle de capitais virou tabu. Ao contrário, o discurso das economias avançadas, ecoado pelo FMI, era o de que a abertura financeira externa levava por si só a maiores taxas de crescimento econômico no longo prazo.

A crise financeira global ajudou a repor as coisas em seu devido lugar. A ascensão do G-20 a foro preferencial de discussão dos assuntos monetários e financeiros abriu nova rodada de contestações à liberdade excessiva de que gozavam esses fluxos. O FMI, destinado a representar o papel de braço operacional do G-20, elaborou, não sem resistências, uma série de estudos acerca do tema, especialmente no período 2010-2012.

Os pontos destacados nesta seção do capítulo começam pela análise de três situações em que se observam avanços nas posições históricas do FMI: o aumento dos fluxos externos e a busca por suas causas, a volatilidade desses fluxos e suas implicações. E, muito importante, a responsabilidade dos centros financeiros internacionais no fornecimento de liquidez global e no risco sistêmico. Antes, toda a responsabilidade pelas recorrentes crises financeiras era atribuída ao “lado da demanda”, constituído pelos países em desenvolvimento, por suas “frágeis” políticas fiscais, monetárias e financeiras. Agora, passou-se a reconhecer que a enorme liquidez se deve, predominantemente, ao “lado da oferta”, isto é, à concentração da difusão dos fluxos de capitais em alguns poucos centros financeiros internacionais e em algumas instituições financeiras globais sistemicamente importantes. Na sequência, o quarto ponto de estudo deixou claros os limites que o FMI não pretende ultrapassar por orientação das economias avançadas, que dispõem de maioria de votos em sua diretoria: controles de capitais devem ser muito qualificados e utilizados somente como armas de última instância. O quinto ponto reconheceu o pouco progresso que tem sido alcançado na agenda de reforma da arquitetura financeira global e na cooperação internacional, o que não pode ser desconectado do sexto e último ponto, que abrange o entendimento do FMI quanto ao alcance que o seu estatuto lhe confere para regular os movimentos de capitais.

As críticas realizadas à abordagem do FMI procuram seguir os mesmos passos do parágrafo anterior. Ainda que tardiamente, é bom constatar que o FMI reconheceu a relevância dos argumentos contrários à ampla liberdade para os fluxos de capital, que levaram ao forte aumento de seus volumes e a grande volatilidade, além de destacar a responsabilidade das economias avançadas pela sua natureza pró-cíclica. Na contramão

de seu discurso, porém, as medidas de gestão dos fluxos de capitais – sejam elas diretas (quantitativas ou de preços) ou indiretas (regulações prudenciais), sejam de controles de fluxos de entrada ou de saída, sejam ou não incidentes em investidores não residentes no país – devem ser vistas como parte integrante de todo o aparato de políticas disponíveis aos países em risco de ataques especulativos. Elas devem ser utilizadas a qualquer momento como instrumentos permanentes, não temporários, de defesa macroeconômica.

O ponto que trata das questões de governança também merece alguma qualificação. A necessidade de enfrentar os desequilíbrios macroeconômicos mundiais ocorre em ambiente de fragmentação, em que os países industrializados mostram disparidades econômicas expressivas, agravadas pelas demandas de recém-chegados, como os BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). O FMI aponta para problemas concretos, mas propõe políticas inócuas. Não tem força para fazer diferente. As políticas de regulação dos fluxos financeiros não irão para frente porque isso não interessa ao G-7. A globalização financeira é a “joia da coroa”, ao lado das inovações tecnológicas, da estratégia global dos Estados Unidos e, também, da Europa.

As discussões no âmbito do G-20 trazem à mente a recordação de que coordenação de políticas só tem sido efetiva em momentos de crise aguda e de que a regra usual para a multipolaridade é a do dissenso, que leva à unilateralidade, não à cooperação. Em Londres, em abril de 2009, as preocupações com a possibilidade de depressão econômica levaram os países integrantes do grupo a aprovar políticas macroeconômicas expansionistas em dimensões sem precedentes, a usar políticas monetárias não convencionais e a definir prazos para redução dos desequilíbrios no poder de voto no FMI. A partir de 2010, em Seul, o quadro se inverteu e o nervosismo monetário foi substituído por preocupações fiscais e de dívida soberana. Nenhuma outra medida relevante de cooperação ocorreu desde então. Como a crise continua forte, não se pode desprezar uma nova virada no humor de governos e mercados, que facilite o resgate da relevância internacional do G-20. Por ora, não é o que acontece.

Finalmente, já há amplo consenso de que os fluxos livres de capital são voláteis, que cresceram muito além das necessidades de financiamento das economias emergentes, que são pró-cíclicos (se não criam as crises, eles as potenciam) e que a maior responsabilidade por esse estado de coisas se deve às economias avançadas. Pesadamente afetadas pela crise financeira global e na busca por recuperação doméstica, elas

atribuem aos países emergentes o papel de absorvedores da abundante liquidez que elas próprias criaram. As políticas monetárias altamente expansivas dos Estados Unidos, da Europa, da Inglaterra e do Japão afetaram muito economias, como a brasileira, cujos juros básicos são historicamente elevados. O fato de os emergentes estarem ou não enquadrados nos critérios preliminares colocados pelo FMI para a adoção de controles de capitais não altera em nada o quadro institucional em discussão.

REFERÊNCIAS

EICHENGREEN, B. **Toward a new international financial architecture**. Washington: Institute for International Economics, 1999.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Capital inflows: the role of controls**. Washington: FMI, Feb. 2010a. (IMF Staff Position Note, SPN/10/04). Disponível em: <<https://goo.gl/SIQ7Bj>>.

_____. **Global Financial Stability Report**. Washington: FMI, May 2010b.

_____. **Global Financial Stability Report**. Washington: FMI, Oct. 2010c. (World Economic and Financial Surveys, 0258-7440). Disponível em: <<https://goo.gl/tVblpy>>.

_____. **The Fund's role regarding cross-border capital flows**. Washington: FMI, Nov. 2010d. Disponível em: <<https://goo.gl/Y6c77J>>.

_____. **Recent experiences in managing capital inflows: cross-cutting themes and possible policy framework**. Washington: FMI, Feb. 2011a. Disponível em: <<http://goo.gl/1gbRxS>>.

_____. **The multilateral aspects of policies affecting capital flows**. Washington: FMI, Oct. 2011b. Disponível em: <<http://goo.gl/unLr6f>>.

_____. **Liberalizing capital flows and managing outflows**. Washington: FMI, Mar. 2012b. Disponível em: <<http://goo.gl/Q7cts6>>.

_____. **World Economic Outlook Database**. Washington: FMI, [1996-2011].

_____. **IMF Statistics Department COPER database**. Washington: FMI, [s.d.].

_____. **International Financial Statistics**. Washington: FMI, [s.d.].

FRITZ, B.; PRATES, D. M. A nova abordagem do FMI sobre a gestão dos fluxos de capital e seus pontos cegos: lições do Brasil e da Coreia do Sul. *In*: CINTRA, M. A. M.; GOMES, K. R. (Orgs.). **Economia internacional e nova arquitetura financeira**. Brasília: Ipea, 2015. No prelo.

GALLAGHER, K.; GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A. **Regulating global capital Flows for long-run Development**. *In*: Pardee Center Task Force Report, Boston University, mar. 2012.

GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A. **Global governance for financial stability and development**. New York: IPD, 2011. (Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series). Disponível em: <<http://goo.gl/zQKcMm>>.

G-20 INFORMATION CENTRE. **President Bush attends summit on financial markets and the world economy**. Washington, 2008.

_____. **London Summit – Leaders’ Statement**. London: G-20 Research Group, 2009.

_____. **The Seoul Summit Document – Seoul Action Plan**. Seoul: G-20 Research Group, 2010.

_____. **The Cannes Summit: what outcomes?** Reform of International Monetary System, France: G-20 Research Group 2011.

_____. **Los Cabos G 20 Leaders Declaration**. México: G-20 Research Group, 2012.

_____. **Capital flows and macroprudential regulation**. Rio de Janeiro: BNDES, 2011.

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **OECD code of liberalisation of capital movements and of current invisible operations**. Paris: OCDE, 2009. Disponível em: <<http://goo.gl/y4U4Qw>>.

ONU – Organização das Nações Unidas. **Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on reforms of the international monetary and financial system**. New York: ONU, 2009.

STIGLITZ, J. **The role of international financial institutions in the current global economy**. Chicago, 1998. Disponível em: <<http://goo.gl/51X8IT>>.

SUMMERS, Lawrence. Building an international financial architecture for the 21st Century. **Cato Journal**, v. 18, n. 3, p. 321-329, 1999.

_____. **Treasury Secretary Lawrence H. Summers Remarks to the IMF Advisory Committee**. Washington: Department of the Treasury, 2000. Disponível em: <<https://goo.gl/P3HkP3>>.

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Assessoria de Imprensa e Comunicação

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Everson da Silva Moura

Leonardo Moreira Vallejo

Revisão

Ana Clara Escórcio Xavier

Camilla de Miranda Mariath Gomes

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Olavo Mesquita de Carvalho

Regina Marta de Aguiar

Reginaldo da Silva Domingos

Hislla Suellen Moreira Ramalho (estagiária)

Lilian de Lima Gonçalves (estagiária)

Lynda Luanne Almeida Duarte (estagiária)

Luiz Gustavo Campos de Araújo Souza (estagiário)

Editoração

Aeromilson Trajano de Mesquita

Bernar José Vieira

Cristiano Ferreira de Araújo

Danilo Leite de Macedo Tavares

Herllyson da Silva Souza

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

Capa

Danielle de Oliveira Ayres

Flaviane Dias de Sant'ana

Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

*The manuscripts in languages other than Portuguese
published herein have not been proofread.*

Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo

70076-900 – Brasília – DF

Tel.: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Missão do Ipea

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

MINISTÉRIO DO
**PLANEJAMENTO,
DESENVOLVIMENTO E GESTÃO**



ISSN 1415-4765

