

LIBERALIZAÇÃO DO MOVIMENTO DE CAPITAIS E OS DESAFIOS JURÍDICOS E MONETÁRIOS PARA O BRASIL INTEGRAR A ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE)¹

Camila Villard Duran²

Daniel Fideles Steinberg³

A adesão do Brasil ao Código de Liberalização do Movimento de Capitais da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) pode significar um incremento em sua capacidade de atrair investimentos externos – ao menos, esse é o discurso oficial. No entanto, a adesão ao código, que é a porta de entrada da OCDE, pode reduzir seu poder em balizar estruturas jurídicas para a gestão do movimento de capitais, notadamente em momentos de crise. Para um país na periferia da hierarquia monetária internacional, há desafios institucionais a serem considerados. O objetivo deste artigo é discutir a natureza jurídica e a extensão das regras do referido código, em contraste com a “visão institucional” (VI) sobre fluxos de capital do Fundo Monetário Internacional (FMI), do qual o Brasil é membro desde 1946. Este trabalho também propõe abordagens institucionais para a atuação diplomática nacional, que tem o potencial de contribuir com a construção das decisões da OCDE relativas ao código, de forma a atender aos interesses de países de economia emergente como o Brasil.

Palavras-chave: movimento de capitais; Brasil; OCDE; hierarquia monetária internacional.

LIBERALIZATION OF CAPITAL MOVEMENTS AND THE LEGAL AND MONETARY CHALLENGES FOR BRAZIL JOINING THE ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD)

Brazil's adherence to the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements may increase its capacity to attract foreign investments - at least, this is the official discourse. Nevertheless, the Code's legal structure may reduce its power to secure legal mechanisms for managing capital movements, especially in times of crisis. For a country placed on the periphery of the international monetary system hierarchy, there are institutional challenges to be considered. The purpose of this article is to discuss the legal nature of the OECD's Code, in contrast to “institutional view” on capital flows of the International Monetary Fund (IMF), of which Brazil has been a member since 1946. This article also proposes institutional approaches for Brazil's diplomatic actions, which can contribute to the construction of the OECD's decisions related and meet the interests of emerging market economies such as Brazil.

Keywords: capital movements; Brazil; OECD; International Monetary System Hierarchy.

1. Uma versão preliminar deste artigo foi divulgada como nota técnica do Núcleo de Estudos em Política Econômica Internacional (NEPEI) do Instituto de Relações Internacionais da Universidade de São Paulo (IRI/USP). Gostaríamos de agradecer os comentários recebidos dos membros do núcleo, de Daniela Magalhães Prates, bem como dos revisores e das revisoras desta revista. Também tivemos o privilégio de dialogar sobre o tema com diplomatas da representação brasileira da Embaixada do país na França, que muito contribuíram para nossa reflexão. Todos os erros remanescentes são nossos.

2. Professora doutora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP); pesquisadora associada ao Instituto de Estudos Avançados de Nantes, França; pesquisadora sênior associada ao Programa de Governança Econômica Global da Universidade de Oxford. *E-mail:* <camiladuran@usp.br>. Orcid: <<https://orcid.org/0000-0002-8251-1052>>.

3. Doutor e mestre pela Faculdade de Direito da USP. *E-mail:* <danielsteinberg@usp.br>. Orcid: <<https://orcid.org/0000-0002-2686-9893>>.

LIBERALIZACIÓN DEL MOVIMIENTO DE CAPITALES Y LOS DESAFÍOS LEGALES Y MONETARIOS PARA LA ADHESIÓN DE BRASIL A LA ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS (OCDE)

La adhesión de Brasil al Código de Liberalización de los Movimientos de Capitales de la OCDE puede suponer un aumento de su capacidad para atraer inversiones extranjeras; al menos, éste es el discurso oficial. Sin embargo, la adhesión al Código, que es la puerta de entrada de la OCDE, puede reducir su poder para establecer estructuras legales para la gestión del movimiento de capitales, especialmente en tiempos de crisis. Para un país de la periferia de la jerarquía monetaria internacional, hay que tener en cuenta los retos institucionales. El objetivo de este artículo es discutir la juridicidad y la extensión de las normas del citado Código, en contraste con la "visión institucional" sobre los flujos de capital del FMI, del que Brasil es miembro desde 1946. Este artículo también propone enfoques institucionales para las acciones diplomáticas nacionales, que pueden contribuir a la construcción de las decisiones de la OCDE relacionadas con el Código para atender las demandas de economías emergentes como Brasil.

Palabras clave: movimiento de capitales; Brasil; OCDE; jerarquía monetaria internacional.

JEL: F32.

DOI: <http://dx.doi.org/10.38116/rtm25art10>

Data de envío do artigo: 13/1/2021. Data de aceite: 27/1/2021.

1 INTRODUÇÃO

Fluxos de capitais são inerentes ao funcionamento do sistema monetário global, construído, sobretudo a partir da década de 1970, com o fim do padrão dólar-ouro e o advento da segunda versão dos Acordos de Bretton Woods. Potencialmente, esses fluxos podem trazer benefícios a países, ampliando a recepção de investimentos privados. No entanto, eles podem carregar sérios riscos para a estabilidade financeira e o crescimento sustentável de economias nacionais. A crise da Covid-19 convida economias emergentes, como o Brasil, à uma reflexão sobre a utilidade da gestão de fluxos financeiros internacionais. Em decorrência da saída significativa de capitais do país em razão da crise (McGeever, 2020), o real foi a moeda que mais se desvalorizou em relação ao dólar americano, entre economias avançadas e emergentes, com queda de mais 30% em março de 2020 (Campos Neto, 2020a).

No âmbito da cooperação econômica global, existem pelo menos duas organizações multilaterais responsáveis pela gestão de regimes jurídicos relativos a fluxos internacionais de capital: a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) e o Fundo Monetário Internacional (FMI), ou Fundo.⁴ O art. VIII, seção 2(a), do Convênio Constitutivo do

4. Há também o Acordo Geral sobre Comércio de Serviços (General Agreement on Trade in Services – GATS), inserido na estrutura da Organização Mundial do Comércio (OMC), que estabelece "um amplo compromisso dos membros da OMC relativo a sucessivas e futuras negociações que conduzam a uma gradual liberalização do setor [de serviços]" (Celli Jr., 2006, p. 469), inclusive o financeiro.

FMI, proíbe países membros de impor restrições à realização de pagamentos internacionais e transferências correntes,⁵ com exceção daquelas autorizadas pelo Fundo. Com base em seu mandato global de supervisor do sistema monetário internacional, o FMI também constrói recomendações a países membros no que se refere a transações relativas às contas capital e financeira do balanço de pagamentos. No contexto do pós-crise de 2008, o FMI instaurou formalmente a visão institucional (VI) sobre a liberalização e a gestão dos fluxos de capital. Essa moldura macroeconômica para a administração e o tratamento de riscos relacionados ao movimento internacional de capitais serve ao corpo técnico do Fundo para a construção de políticas públicas a serem propostas a países membros. A organização, contudo, não tem jurisdição, propriamente dita, sobre operações dessa natureza.

O Código de Liberalização do Movimento de Capitais da OCDE – também chamado Código ou Código da OCDE – é o único instrumento jurídico com vocação *multilateral* que regula operações relativas às contas capital e financeira,⁶ para as quais, para efeitos deste artigo, usamos as nomenclaturas abrangentes conta capital e operações e transações financeiras, em contraste às transações correntes do balanço de pagamentos. O Código, criado em 1961, é um documento internacional, juridicamente complexo e sofisticado. É formalmente uma decisão do Conselho da OCDE, que vincula países membros. Ele estabelece direitos e obrigações precisos no processo de liberalização progressiva de suas transações financeiras globais. Seu objetivo é incentivar os países signatários a removerem progressivamente barreiras consideradas “injustificadas” às operações financeiras de não residentes no país.

O Brasil é membro do FMI desde 1946 e a partir da década de 1990 tem sido um parceiro-chave da OCDE, com quem mantém relações de cooperação econômica. Em 2017, o país solicitou formalmente sua adesão à entidade.⁷ Este artigo pretende analisar a porta de entrada da OCDE: a adesão a um dos instrumentos normativos mais relevantes (e controversos), o Código, em contraste com a juridicidade da VI do FMI.

Como a adesão brasileira ao Código tende a intensificar o processo de integração financeira do país, algumas questões se impõem. Considerando

5. Transações correntes agregam valores líquidos da balança comercial, serviços e rendas, ou seja, referem-se à movimentação de mercadorias e de serviços, bem como a transferências unilaterais de renda. As contas capital e financeira, por sua vez, referem-se às transações de ativos reais, financeiros ou intangíveis entre residentes e não residentes. Ver: <<https://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/metadados/mg152p.htm>>. Acesso em: 7 jan. 2020.

6. Outro instrumento jurídico relacionado à liberalização de operações financeiras é o Código de Liberalização de Operações Correntes Intangíveis, também gerido pela OCDE. Ver: <https://www.oecd.org/investment/investment-policy/InvisibleOperations_WebEnglish.pdf>. Acesso em: 7 jan. 2020.

7. A solicitação foi apresentada no dia 30 de maio de 2017. Para um resumo da interlocução do Brasil com a OCDE ver: <<http://www.oecd.org/brazil/Active-with-Brazil-Port.pdf>>. Acesso em: 7 jan. 2020.

as perturbações inerentes ao funcionamento do sistema monetário global, há suficiente flexibilidade jurídica para assegurar que o Brasil responda a crises sem infringir obrigações internacionais relacionadas ao Código? Qual é a racionalidade jurídica do Código em contraste com a VI do FMI? O que o Brasil precisa para assegurar a boa gestão de suas eventuais e futuras obrigações relacionadas a esse normativo?

Entendemos que a decisão de aderir ou não à OCDE é de natureza eminentemente política. Ela envolve uma análise ponderada a respeito da anuência a diversos outros instrumentos jurídicos geridos pela entidade e dos potenciais benefícios econômicos, sociais e ambientais decorrentes. O mandato da organização é amplo. A própria OCDE declara que sua missão institucional é promover políticas para o bem-estar econômico e social de pessoas no mundo. Particularmente, o que procuramos destacar neste artigo é que a adesão à OCDE pressupõe necessariamente a assunção de obrigações internacionais específicas ao Código e, portanto, uma análise dos desafios monetários postos ao Brasil é imprescindível.

Em nosso entendimento, há pelo menos três condições essenciais a serem alcançadas pelo Brasil para uma adequada adesão a esse instrumento normativo: i) reflexão sobre seu modelo de inserção no sistema monetário global e do papel limitado reservado à moeda nacional; ii) plena compreensão da estrutura, da forma de aplicação e das possibilidades jurídicas do Código, em contraste com a VI do Fundo, do qual o país já é membro; e iii) investimento constante no quadro técnico brasileiro, para que a diplomacia nacional seja capaz de propor soluções jurídicas e econômicas inovadoras, que correspondam aos interesses de países de economias emergentes, e articular alianças estratégicas para sustentar politicamente essas soluções no fórum decisório da OCDE relativo ao Código.

Este artigo está organizado em mais cinco seções, além desta introdução. A segunda discute os desafios enfrentados pelos países localizados na periferia da hierarquia monetária internacional para a adoção de uma política progressiva de liberalização do movimento de capitais. A terceira seção explora a estrutura jurídica do Código da OCDE e a natureza normativa de suas regras, em contraste com a VI do FMI, que é examinada na seção subsequente. Na quinta seção, apontamos os caminhos para que a diplomacia econômica brasileira assegure a boa gestão das obrigações jurídicas do Código, tendo em vista os diferentes desafios monetários inerentes à adesão. Por fim, a última seção retoma os argumentos principais e conclui o artigo.

2 OS DESAFIOS DE PAÍSES PERIFÉRICOS NO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL: OS LIMITES INERENTES À MOEDA NACIONAL

No período do pós-crise de 2008, economias emergentes sofreram picos de entrada de capitais (Canuto e Leipziger, 2012), mas também tiveram que lidar com reversões súbitas após 2013, decorrentes do que ficou como conhecido como *taper tantrum*⁸ do banco central americano, o Federal Reserve (FED) (Sahay *et al.*, 2014). Em 2020, com o advento da crise da Covid-19, essas economias enfrentaram, de forma acentuada e sem precedentes, saídas significativas de capital, notadamente o Brasil (Campos Neto, 2020a).

O principal argumento para a adesão ao Código da OCDE, com a implementação das correspondentes reformas legislativas, é que o país tende a fortalecer sua posição como receptor de investimentos internacionais (Thorstensen e Gullo, 2019, p. 27). O alinhamento a regras econômicas globais tende a gerar incentivos a investidores estrangeiros, promovendo segurança jurídica.

O Brasil, contudo, sofre constrangimentos estruturais impostos a países de economia emergente. Essas economias enfrentam sérias restrições para assegurar um processo mais intenso de integração financeira, porque estão na posição periférica da hierarquia monetária internacional (De Conti, Prates e Plihon, 2014). Países na periferia não emitem moedas usadas como meios de pagamento e veículos de investimento globais. Dependem, portanto, do acesso a moedas emitidas por autoridades monetárias em países de economia avançada, notadamente, o dólar norte-americano e o euro. Na hierarquia monetária internacional, o dólar é a moeda, por excelência, de reserva global (Mehrling, 2013; 2015); e o eurodólar é a principal moeda privada negociada em mercados internacionais (Mehrling, 2015; Duran, 2020, p. 5-6).⁹

Pesquisa divulgada pelo FMI indica que, entre as 180 moedas nacionais existentes, o dólar norte-americano, o euro e, em uma menor extensão, o iene japonês e a libra esterlina são aquelas mais empregadas em transações internacionais (Iancu *et al.*, 2020). Em momentos de crise, companhias e investidores geralmente procuram segurança na moeda americana, numa corrida por maior liquidez. Bancos centrais também contam com reservas internacionais em poucas moedas (sobretudo em dólares) para manter uma rede de segurança (liquidez) como resposta a momentos de instabilidade. O renminbi chinês tem ganhado pouco espaço como ativo de reserva entre autoridades monetárias nacionais, ainda que a economia da China tenha crescido exponencialmente.

8. Literalmente, esse termo designa o "chilique pela redução" e foi cunhado em 2013. Ele refere-se à reação dos mercados à redução das políticas monetárias expansivas, até então conduzidas pelo banco central americano como resposta à crise financeira de 2008.

9. Uma euromoeda é uma moeda mantida em instituição financeira no exterior, fora da jurisdição de seu Estado emissor. O eurodólar é a principal moeda privada negociada internacionalmente, e o mercado monetário de eurodólares é o mais relevante do mundo, que produz e sustenta a liquidez em dólares americanos no exterior. Para estudos sobre a centralidade do eurodólar, tanto da perspectiva jurídica como econômica, ver Carreau (1998), Mehrling (2015) e Duran (2020, p. 5-6).

O sistema monetário global pode ser representado principalmente por quatro grupos de moedas: i) dólar norte-americano; ii) euro; iii) demais moedas centrais (iene, libra, franco suíço); e iv) moedas periféricas (De Conti, Prates e Plihon, 2014). Em específico, moedas periféricas, como o real, tendem a não exercer nenhuma de suas funções econômicas no âmbito internacional, exceto em caráter excepcional. Isso decorre da dimensão reduzida da economia nacional e também do poder político global do país emissor.

A internacionalização da moeda é em grande parte um fenômeno de mercado, refletindo as preferências e as demandas de diversos atores econômicos em relações comerciais e financeiras globais. No entanto, uma vez que a moeda internacional tende a ser emitida por Estados, o poder derivado de sua internacionalização geralmente se manifesta nas relações entre países (Cohen, 2004; 2013). A literatura sobre a hierarquia monetária concebe a moeda e o poder como mutuamente endógenos: a internacionalização de uma moeda influencia o poder estatal da mesma maneira que o poder influencia a internacionalização monetária (Cohen, 2013; 2015).¹⁰ O dólar americano ainda se mostra resiliente em seu posto de líder no sistema monetário internacional, embora o renminbi tenha buscado entrar na “competição” global (Helleiner, 2014; Cohen e Benney, 2014; Jenkins *et al.*, 2014; Prasad, 2017).

A cadeia monetária internacional é composta por fluxos e influxos de capital denominados em moedas nacionais. Trata-se de um sistema que oscila entre *expansão* e *retração*. Na *expansão*, os países emergentes recebem investimentos em moedas do topo da hierarquia financeira internacional, seja por fatores externos (globais) ou internos (específicos de cada país) (Paula e Prates, 2016). Na *retração*, há saída de capitais.

Ao tratar dos efeitos da integração financeira de economias nacionais, o trilema macroeconômico (ou a “trindade impossível”), conforme o modelo Mundell-Flemming, expõe a instabilidade intrínseca ao uso das três principais opções disponíveis para um país, ao estabelecer e monitorar acordos monetários. Um país só pode gozar, concomitantemente, de duas liberdades entre as três escolhas políticas possíveis: a livre circulação de capitais, o câmbio fixo e a autonomia da política monetária. A revisão desse modelo por Rey (2015) demonstra que o ciclo financeiro global, de fato, transformou o trilema em um “dilema”. Políticas monetárias autônomas são possíveis se, e somente se, a conta capital for gerenciada direta ou indiretamente. Dependendo da fonte da instabilidade financeira e de configurações institucionais da economia nacional,

10. Strange (1971) foi pioneira em criar uma taxonomia de moedas, distinguindo quatro tipos de instrumentos monetários internacionais: *neutral*, *top*, *master* e *negotiated*. Moedas neutras (*neutral*) são usadas por atores internacionais por motivações econômicas (por exemplo, valor estável). As moedas no topo da hierarquia (*top*) aliam as características de moedas neutras com a dominação econômica do país emissor. As moedas senhoriais (*master*), por sua vez, derivam de relações de dependência com outros países. Por fim, as moedas negociáveis (*negotiated*) recorrem à persuasão e à barganha diplomática para a promoção de seu uso.

o uso de controles de capital não deveria ser completamente descartado como ferramenta de política pública (Rey, 2015).

Inseridos na cadeia monetária global, os países periféricos têm desafios a serem tratados de forma a gerir adequadamente sua moeda e suas relações financeiras internacionais. Eles precisam assegurar razoável estabilidade de câmbio, pois dependem da importação de bens de capital e de consumo essenciais para o funcionamento da economia local. Em momentos de aguda saída de capitais, como o da crise da Covid-19, a excessiva desvalorização da moeda traz forte instabilidade econômica e social. Agentes nacionais endividados em moeda estrangeira enfrentam dificuldades em arcar com suas obrigações monetárias. Diferentes produtos e serviços consumidos localmente têm seus valores influenciados pela formação internacional de preços. A capacidade de gerir os impactos decorrentes sobre a inflação e o desemprego também influencia diretamente a manutenção da estabilidade social. Em momentos de excessivo influxo de capitais, como ocorreu no pós-2008, a moeda desses países tende a se apreciar demasiadamente. Nesse contexto, a apreciação cambial decorrente implica, automaticamente, perda de competitividade global.

Durante crises financeiras internacionais, contudo, os países na periferia do sistema monetário não têm acesso permanente e ilimitado à rede de cooperação de bancos centrais de economias avançadas (os denominados swaps de moedas), que possam responder às suas demandas, notadamente, por dólares americanos por meio do acesso privilegiado ao FED, seu emissor. Algumas economias emergentes tiveram apenas acesso limitado e temporário ao banco central americano, como o Brasil e o México, durante a crise de 2008 (Duran, 2017) e em 2020 (Duran, 2020). Ademais, o acesso ao FMI, como prestamista internacional de última instância em moedas fortes, pode ser demorado ou insuficiente para esses países. O Fundo ainda sofre estigma político de países da América Latina e da Ásia, decorrente das condicionalidades políticas equivocadas implementadas durante a década de 1990 (Cohen, 2008; Duran, 2017).

No final de década de 1990, a crise asiática teve como fator a fuga de investidores em direção a moedas qualitativamente superiores, isto é, com maior liquidez em mercados internacionais. Esse movimento demandou uma reavaliação, pelos países impactados pela crise, de suas políticas de liberalização financeira até então vigentes (Cohen, 2008, p. 193). Como países de economia emergente sofrem os efeitos perversos do “pecado original” (Eichengreen e Hausmann, 2005), isto é, não são capazes de emitir títulos públicos com demanda internacional (Paula e Prates, 2016), suas moedas são rapidamente preteridas por instrumentos monetários mais líquidos, localizados no topo da hierarquia monetária.

Nas últimas duas décadas, o Brasil construiu e manteve um nível importante de reservas internacionais para responder a crises, além de recorrer a swaps cambiais com liquidação em reais para instrumentalizar intervenções. O país também

empregou estruturas jurídicas de controles cambiais para gerar desincentivos a influxos de capital.¹¹ Essas estratégias, em maior ou menor grau, também foram utilizadas por outras economias emergentes, tais como Coreia do Sul, Indonésia, Peru, Argentina, Turquia e até pela avançada Coreia do Sul (Fernandez *et al.*, 2015; Lins, 2015; Paula e Prates, 2016).

Reservas internacionais, contudo, têm custo elevado de carregamento. Elas também representam uma transferência de recursos de países periféricos para países de economia central, que têm a capacidade de emitir moedas aceitas internacionalmente. Ao invés de promover projetos de desenvolvimento nacional, países periféricos adquirem títulos emitidos pelo Tesouro americano, ou por Estados europeus, “investindo” no setor público de economias avançadas. O Brasil tem reservas da ordem de US\$ 356 bilhões, sendo 86% representadas em títulos do Tesouro americano (BCB, 2020). Desde 2008, essas reservas permitiram, contudo, que o Brasil respondesse a crises financeiras de forma unilateral e independente, sem recorrer ao FMI (Duran, 2017). Reservas também serviram para sinalizar confiança a atores econômicos internacionais, inclusive outros bancos centrais.

Controles cambiais, por sua vez, geram desincentivos a fluxos de capital, inserindo-se em uma “estratégia de autopreservação” (Cohen, 2008, p. 193, tradução nossa).¹² Apesar de controverso, uma parte da literatura sobre o tema afirma que a política de controles cambiais tem conseguido assegurar a preservação da autonomia monetária em tempos de crise, especialmente em países localizados na periferia da hierarquia monetária (Bhagwati, 1998; Kim, 2003; Paula e Prates, 2016). Argumentos favoráveis a controles de capital incluem a mitigação do risco de crises cambiais e a possibilidade de aumento de liquidez interna.

Tendo em vista que crises são inerentes ao funcionamento de mercados globais e que reservas podem não ser suficientes para responder a graves distúrbios – considerando que para a maioria de países periféricos, não há sequer possibilidade de acúmulo –, estruturas jurídicas de controles cambiais têm sido acionadas quando necessárias, notadamente em momentos de crise. Em que medida a adesão ao Código da OCDE coloca em xeque essa estrutura? Dada a natureza vinculante desse instrumento normativo, a adesão à organização tende a dificultar o recurso a esse mecanismo tradicional de gestão de fluxos.

3 A RACIONALIDADE JURÍDICA DO CÓDIGO DE LIBERALIZAÇÃO DO MOVIMENTO DE CAPITAIS: COMPLEXIDADE, PORÉM FLEXIBILIDADE

A OCDE, que teve como precursora a Organização para a Cooperação Econômica Europeia (OECE), é uma organização multilateral constituída no contexto do

11. Para dados do BCB, ver: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/reservasinternacionais>>. Acesso em: 8 jan. 2020.

12. “Limitations on capital mobility are a logical corollary of any strategy of market preservation”.

pós-Segunda Guerra Mundial. Seu objetivo primordial era gerir o Plano Marshall. A entidade, contudo, expandiu-se. No tempo, tornou-se também um núcleo de produção do conhecimento econômico global. Kristensen (1964 *apud* Schmelzer, 2017, p. 35, tradução nossa), relata que, na década de 1960, não somente os delegados nacionais como os também funcionários da instituição em Paris, perguntavam-se o que a OCDE deveria fazer, “qual seria seu domínio particular de ação e sua razão de ser”.¹³

A própria organização declara que sua missão é promover políticas que melhorem o bem-estar econômico e social das pessoas em todo o mundo. No seu artigo 1, a convenção da OCDE estabelece como seus objetivos principais a promoção de políticas destinadas a: i) alcançar o mais alto nível de crescimento econômico sustentável e emprego e um padrão de vida crescente em países membros, mantendo a estabilidade financeira, e assim contribuir para o desenvolvimento da economia mundial; ii) contribuir para uma sólida expansão econômica em países membros e não membros em processo de desenvolvimento; e iii) contribuir para a expansão do comércio mundial numa base multilateral e não discriminatória, alinhada a obrigações internacionais.¹⁴

O secretariado¹⁵ da OCDE e seu quadro técnico interno têm sido capazes de reinventar, de forma contínua, o propósito da organização, conforme as mudanças e as demandas de desenvolvimento do capitalismo global (Schmelzer, 2016). Embora a entidade seja comumente conhecida como o “clube de países ricos,” países de economias emergentes aderiram à instituição nas últimas décadas.¹⁶

Três são os mecanismos relevantes para compreender o papel OCDE no atual modelo de governança global: i) a produção, legitimação e difusão de ideias políticas-econômicas; ii) a coordenação e avaliação de políticas econômicas nacionais e regionais; e iii) o tratamento de dados e a harmonização de regras para a regulação da economia global (Schmelzer, 2016; Clifton e Díaz-Fuentes, 2011; Woodward, 2009).

O Código da OCDE, que visa regular os fluxos internacionais de capital, reforça a integração financeira de uma economia nacional. A liberalização do movimento de capitais é o principal objetivo jurídico e político do Código, ainda que países signatários possam alcançá-la gradualmente, abolindo restrições a fluxos ao longo do tempo e conforme sua situação econômica particular (art. 1a). Os signatários devem, notadamente, tratar todos os ativos pertencentes a não residentes de forma não discriminatória e permitir sua livre liquidação e transferência (art. 1b).

13. “What should the OECD do; what is its domain; what is its *raison d’être*?”.

14. Ficha técnica da organização disponível em: <<https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/OECD%20profile.pdf>>.

15. Para um aprofundamento no papel do secretariado da OCDE como centralizador e organizador das pautas da instituição (*agenda-setter*), ver Marcussen (2004).

16. Por exemplo, Colômbia (2020), Chile (2010), Coreia do Sul (1996) e México (1994). A lista completa está disponível em: <<https://www.oecd.org/about/members-and-partners/>>.

O Código não é um *tratado* na acepção jurídica do direito internacional mas, sim, um instrumento normativo que deriva de um tratado. O artigo 5 da convenção da OCDE, de 14 de dezembro de 1960, prevê que o conselho pode adotar decisões juridicamente vinculantes. Esse é o caso do Código. Em seu texto, ele é expresso em dizer que suas regras são “obrigações vinculantes na área de fluxos de capital” (OECD, 2019, p. 3, tradução nossa).¹⁷ Seu manual de utilização também prevê que “as obrigações previstas nos códigos [de Liberalização do Movimento de Capitais e Liberalização de Operações Correntes Intangíveis] são obrigatórias para todos os membros” (OECD, 2020, p. 42, tradução nossa).¹⁸

O Código tem cinco anexos: i) o anexo A contém as listas A e B, que compreendem os itens (operações financeiras) sujeitos à liberalização pelos países signatários; ii) o anexo B enumera a lista de reservas ao Código especificadas pelos países signatários; iii) o anexo C trata da aplicação do Código aos Estados Unidos; iv) o anexo D relaciona as principais atividades sujeitas a liberalização de capitais; e v) o anexo E detalha as decisões de reciprocidade dos países signatários.

Para responder a situações de instabilidade e permitir uma adaptação gradual às regras do Código, é permitido que países signatários recorram a pelo menos quatro modalidades de cláusulas de “escape”. Essas cláusulas proveem flexibilidade às obrigações do Código. Estados podem: i) estabelecer reservas, totais ou parciais, ao Código, no momento da adesão, se, de acordo com sua avaliação, não puderem ainda liberalizar completamente os fluxos de capital e precisarem restringir certas operações financeiras de não residentes (art. 2b); ii) impor restrições às operações de capitais de curto prazo, que podem ser introduzidas para responder pontualmente a momentos de crises (art. 7b); iii) recorrer à cláusula de derrogação (art. 14) em caso de graves dificuldades relacionadas a desequilíbrios no balanço de pagamentos ou distúrbios financeiros agudos (art. 7c); e iv) se valer de ajustes monetários necessários para a manutenção da ordem pública, proteção sanitária ou segurança internacional (art. 3).

As listas A e B, do anexo A do Código, que tratam das operações financeiras a serem liberalizadas, diferenciam-se principalmente pelo compromisso assumido pelo país signatário. Os itens da lista A são geralmente considerados como operações de longo prazo e sujeitam-se ao *standstill* (OECD, 2020), que foi vertido ao português como princípio do *status quo*. Trata-se de um engajamento com efeitos cogentes, de reduzida flexibilidade. Desse modo, as restrições a fluxos de capital propostas pelos países na lista A não podem ser ampliadas ou estendidas, tampouco retiradas, ou, uma vez excluídas, não podem ser reintroduzidas. Reservas aos itens da lista A somente são autorizadas nos seguintes casos: i) inclusão de

17. “Adhering countries have accepted legally binding obligations in the area of capital flows”.

18. “The obligations under the Codes are binding for all Members”.

novo item; ii) extensão de obrigações da lista; ou iii) ampliação de obrigações existentes para determinado membro.

A lista B, por sua vez, contempla sobretudo operações financeiras consideradas de curto prazo e não estão sujeitas ao *status quo*. Isso significa que países signatários podem formalizar restrições a qualquer momento, desde que *justificadas*. Trata-se, portanto, de um engajamento jurídico mais flexível.

Por meio do estabelecimento de restrições ou reservas, os membros podem postergar a liberalização de determinadas operações, o que assegura maior progressividade na implementação das medidas de liberalização (art. 2b). A aparente tensão entre o comprometimento integral com a liberalização e a formalização de reservas é racionalizada pelo princípio do *desmantelamento* (OECD, 2003) ou *rollback*, em inglês (OECD, 2020): reservas são temporárias e sujeitas à abolição sempre que a situação econômica do país permitir.

O quadro 1 resume as operações contempladas nas listas A e B do anexo A do Código da OCDE.

QUADRO 1
Listas A e B, de acordo com suas operações financeiras

Lista A	Lista B
Investimentos diretos.	-
Liquidação de investimentos diretos.	-
Mercado imobiliário – Venda.	Mercado imobiliário – Compra.
Operações com valores mobiliários no âmbito do mercado de capitais.	Operações em <i>money markets</i> .
Investimentos em valores mobiliários coletivos.	Instrumentos negociáveis e não considerados como valores mobiliários.
Créditos diretamente vinculados a transações comerciais internacionais ou prestação de serviços internacionais. Casos em que um residente participa da operação comercial ou transação subjacente ao serviço.	Créditos diretamente vinculados a transações comerciais internacionais ou prestação de serviços internacionais. Casos em que um não residente participa da operação comercial ou transação subjacente ao serviço.
-	Créditos e empréstimos financeiros.
Fianças, garantias e instrumentos de colateralização financeira.	Instrumentos de colateralização financeira em casos não diretamente relacionados ao comércio internacional, operações internacionais de movimentação de capital, ou quando nenhum residente participa da operação internacional subjacente.
Operação de contas de depósito por não residentes em contas de instituições financeiras residentes.	Operação de contas de depósito por não residentes em contas de instituições financeiras não residentes.
Seguro de vida.	Operações com moeda estrangeira.
Movimentação pessoal de capitais. Exceto jogos.	Movimentação pessoal de capitais. Inclui jogos.
Movimentação física de ativos de capital.	-
Disposição de fundos bloqueados de não residentes.	-

Fonte: OECD (2020) e Thorstensen e Gullo (2019, p. 16-17).

O quadro 2 classifica as listas A e B conforme os efeitos jurídicos criados aos países signatários e as modalidades de fluxo correspondentes.

QUADRO 2

Modalidades de operações financeiras e efeito jurídico das normas do Código

Anexo A	Norma jurídica	Modalidade de operação financeira
Lista A	Rígida	Investimentos de longo prazo
Lista B	Flexível	Investimentos de curto prazo

Elaboração dos autores.

O anexo A, portanto, implica uma escolha de juridicidade com consequências relevantes no campo da política monetária nacional. Membros que necessitam garantir mais maleabilidade e flexibilidade política tendem naturalmente a impor mais reservas no momento da adesão à lista A. As operações da lista B não são regidas pela ideia de *status quo*, mas a imposição de eventuais restrições no tempo demandam justificação e negociação política para sua manutenção. As diferentes escolhas políticas de países membros refletem-se no anexo B do Código, que enumera as reservas formalizadas por cada signatário. A transparência em relação às obrigações do Código é assegurada por meio de listas negativas: a ausência de reservas significa a liberalização de determinada operação.¹⁹

Além de normas para a regulação de *comportamento* destinadas a Estados membros, o Código também prevê uma estrutura jurídica de *governança*, que assegura sua implementação e é responsável por construir sua jurisprudência no tempo. É o Comitê de Investimento Ampliado (Comitê), um fórum multilateral integrado por signatários.

As principais funções do Comitê são: i) a promoção de um fórum permanente de discussão composto por especialistas e representantes de Estados; ii) a fiscalização e o monitoramento das “regras do jogo”, previstas pelo Código; iii) a condução da revisão por pares (*peer reviews*) de políticas nacionais e a recomendação de formas para a promoção da liberalização de fluxos de capitais; iv) a análise de candidatas a membros da OCDE; v) o desenvolvimento de novas regras e modelos de políticas públicas; e vi) a elaboração de documentos com análises abrangentes sobre a movimentação de capitais.²⁰

19. Chile, Colômbia, Coreia do Sul e México, por exemplo, apresentaram reservas bastante similares em relação à lista A (por exemplo, investimentos diretos por não residentes e operações com valores mobiliários no mercado de capitais) e lista B (por exemplo, operações no mercado imobiliário de compra). Canada, Alemanha, Japão e Países Baixos, por sua vez, somente têm reservas em operações da lista A (por exemplo, investimentos diretos por não residentes). Já os Estados Unidos também registraram reservas no âmbito da lista A, mas incluíram mais restrições do que seus pares em economias avançadas.

20. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/inv/oecdinvestmentcommittee.htm>>. Acesso em: 9 jan. 2021.

O Comitê garante, na prática, a força cogente do Código: é por meio dele que a pressão por pares é exercida. Na sua execução, não há previsão jurídica de coerção ou sanção propriamente ditas. Há, contudo, obrigações de natureza *procedimental*: o país que impõe restrições a fluxos ou reservas ao Código deve justificá-las e se submeter ao escrutínio contínuo de seus pares (arts. 11 a 15). As reservas são revisadas pelo Comitê, no sentido de limitar sua abrangência. Reservas totais, por exemplo, são estimuladas a se transformarem gradativamente em parciais. Derrogações ficam sujeitas à revisão e aceitação, que são reexaminadas regularmente. A pressão institucional por pares tem garantido que as reservas ao Código se reduzam, de fato, ao longo do tempo, o que indica uma estrutura jurídica que na prática tem força *vinculante* (Broos e Grund, 2018). Qualquer país signatário pode pedir sua autoexclusão do Código, mediante documento encaminhado por escrito ao(à) secretário(a)-geral da OCDE (art. 22). A “saída” se tornará efetiva doze meses a partir da data em que tal notificação for recebida.

A importância da pressão por pares fica explícita no manual de utilização do Código (OECD, 2020, p. 111), que apresenta as duas formas de imposição (*enforcement*) de suas regras, além de construir uma comparação com a estrutura jurídica do GATS. No âmbito da OCDE, são elas: i) a pressão por pares, conforme descrito anteriormente; e ii) a possibilidade jurídica do conselho da OCDE endereçar recomendações a determinado membro. No GATS, por sua vez, há previsão de estrutura especial para a solução jurídica de controvérsias entre países. A comparação com o GATS indica que, apesar da natureza vinculante, as regras de coercibilidade da OCDE ainda dependem do *soft power* exercido pela diplomacia de países membros no âmbito do Comitê.

Na esfera do Comitê, os signatários constroem, no tempo, a interpretação coletiva dos direitos e das obrigações do Código e da conformidade jurídica de medidas individuais, restritivas de fluxos de capital, justificadas por cada país. A notificação e o exame conjunto dessas medidas tendem a aumentar a transparência e o alinhamento dos signatários do normativo.

A construção de uma interpretação coletiva forma a jurisprudência do Código no tempo. Em seu manual de utilização, cada regra do normativo contém comentários que especificam sua extensão e sua forma de aplicação. Trata-se de um dos documentos mais importantes da entidade, porque revela o Código “vivo” ao longo do tempo e demonstra a importância da evolução do piso consensual compartilhado no âmbito do Comitê. Nesse processo, o aporte de ideias jurídico-econômicas por representantes de signatários, bem como de sua negociação coletiva, é de fundamental importância.

Em regra, as decisões do Comitê (por exemplo, alterações, modificações ou revisões do Código) são tomadas por consenso. Em 2019, uma revisão do Código formalizou o entendimento de que certas medidas restritivas a operações financeiras – as que tenham por objetivo a gestão macroprudencial do mercado financeiro e aquelas pertinentes à implementação do Acordo de Basileia III – fossem excluídas de seu campo de aplicação.²¹ Essas medidas estão relacionadas a um tipo de controle que discrimina notadamente fluxos denominados em moeda estrangeira.

A revisão de 2019 também introduziu, conforme comentário do secretário-geral da OCDE Ángel Gurría, a regra do “consenso-menos-um” para decisões relativas a avaliações de conformidade de medida de restrição a fluxo de capitais ao Código e recomendações para países específicos.²² O intuito é evitar que o país sob avaliação, sozinho, impeça a decisão final do Comitê sobre sua conformidade com as regras internacionais. Em tese, o uso da tomada de decisão por consenso-menos-um é o último recurso para a tomada de decisões do Comitê.

4 O PAPEL DO FMI NA REGULAÇÃO DE FLUXOS DE CAPITAL E SUA RELAÇÃO COM A OCDE: UMA ANÁLISE DA VI DO FUNDO

No que se refere ao movimento de capitais, o mandato global do FMI é mais limitado comparativamente a seu papel na regulação das transações correntes internacionais e de pagamento. O artigo VIII, seção 2 (a), do Convênio Constitutivo do Fundo estabelece uma obrigação internacional precisa destinada a países membros: eles não podem restringir fluxos de pagamentos e transferências correntes, a menos que haja autorização expressa da organização internacional.^{23,24}

O FMI é responsável por supervisionar os sistemas monetário e financeiro internacionais. De acordo com o artigo IV, seção 3, de seu convênio constitutivo, ele deve aconselhar formuladores nacionais de política pública. Regularmente, uma equipe técnica do Fundo visita Estados membros para avaliar a evolução

21. Ver, particularmente, o comentário 8 do item IX da lista de operações cobertas pelo Código em seu manual de utilização (OECD, 2020, p. 70). Disponível em: <<http://www.oecd.org/newsroom/oecd-presents-revised-codes-on-capital-flows-to-g20.htm>>.

22. OECD Code of Liberalization of Capital Movements. Disponível em: <<https://www.oecd.org/about/secretary-general/oecd-code-of-liberalisation-of-capital-movements-june-2019.htm>>.

23. No original, “*In]o member shall, without the approval of the Fund, impose restrictions on the making of payments and transfers for current international transactions*” (IMF, 2020, p. 23).

24. O artigo XXVI, seção 2, do Convênio Constitutivo, prevê sanções escalonadas para os membros que não cumprirem suas obrigações. São as seguintes: i) declarar um membro inelegível para utilizar os recursos do FMI; ii) suspensão dos direitos de voto; e iii) exclusão. As duas últimas opções exigem maioria qualificada no conselho de administração, enquanto a primeira opção pode ter pouca efetividade na prática, uma vez que não há procedimento específico para sua aplicação, sendo que, em relação aos maiores quotistas do Fundo, especialmente aqueles emissores de moeda internacional, esse tipo de sanção é irrelevante.

econômica e financeira do país, bem como discutir regras e modelos de políticas públicas com governos e burocratas nacionais. Os relatórios do artigo IV são o resultado das consultas exigidas pela mencionada regra. O Fundo também fornece assistência técnica e treinamento, quando solicitado.

O Convênio Constitutivo do Fundo permite que Estados detenham o controle sobre o fluxo internacional de capitais. Em sua origem, o Acordo de Bretton Woods tinha como objetivo assegurar autonomia a Estados na condução da política macroeconômica nacional, o que significou uma clara ruptura com o sistema internacional do padrão-ouro, vigente notadamente em economias avançadas até a Primeira Guerra Mundial.²⁵ O Convênio, que entrou em vigor em 1945, foi progressivamente sendo alterado, com a última modificação datada de 2010.²⁶ Apesar das sucessivas alterações, o tratado manteve sua estrutura original no que se refere às obrigações relativas a fluxos de capitais. O artigo VI prevê que “os membros *poderão* exercer os controles necessários para regular os movimentos internacionais de capital” (IMF, 2020, p. 23, grifo e tradução nossos),²⁷ ou seja, aqueles relativos à conta capital e financeira.

O quadro 3 resume os poderes do FMI de acordo com os dispositivos do Convênio Constitutivo.

Apesar de o FMI não exercer, historicamente, jurisdição sobre a conta capital, o Fundo incorporou a ideia de liberalização dos fluxos de capital e passou a recomendá-la a países membros. Embora certas regras constitutivas do FMI não tenham sido expressamente alteradas desde sua fundação, determinadas noções de política foram informalmente identificadas como “heresias econômicas” por especialistas do Fundo (Chwioroth, 2010). Em especial, durante as décadas de 1980 e 1990, controles cambiais tornaram-se uma política teoricamente rejeitada pela burocracia internacional e, portanto, desencorajada por seu corpo técnico.

25. Em uma reconstrução histórica, McKinnon (1993) aponta como as ideias econômicas (e jurídicas) subjacentes aos Acordos de Bretton Woods, construídas por J. M. Keynes e H. White, divergiram substancialmente de sua prática efetiva no tempo.

26. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/pdf/aa.pdf>>. Acesso em: 21 dez. 2020.

27. “Members may exercise such controls as are necessary to regulate international capital movements”.

QUADRO 3
FMI: normas do Convênio Constitutivo e respectivos poderes

Poder do FMI	Artigos do Convênio Constitutivo	Previsão legal
Obrigação internacional de países membros, que deve ser executada pelo Fundo	VIII (1)	"Nenhum membro deverá, <i>sem a aprovação do Fundo</i> , impor restrições à realização de pagamentos e transferências em transações internacionais correntes" (IMF, 2020, p. 23, grifo e tradução nossos). ¹
Sanções previstas em caso de descumprimento das obrigações do Convênio Constitutivo	XXVI (2)	"(a) Se um membro não cumprir alguma de suas obrigações nos termos deste Convênio, o <i>Fundo poderá declarar o membro inelegível para usar os recursos gerais do Fundo</i> . Nenhum dispositivo nesta seção será considerado como limitador das disposições do artigo V, seção 5 ou do artigo VI, seção 1" (IMF, 2020, p. 56, grifo e tradução nossos). (b) Se, após a expiração de um período razoável seguida de uma declaração de inelegibilidade nos termos da alínea (a), acima, o membro persistir em não cumprir qualquer uma de suas obrigações nos termos deste Convênio, o <i>Fundo poderá, por uma maioria de setenta por cento do poder total de voto, suspender os direitos de voto do membro</i> . Durante o período da suspensão, aplicar-se-ão as disposições do Anexo L. O Fundo poderá, por uma maioria de setenta por cento do total [dos membros com] poder de voto, cancelar a suspensão a qualquer momento" (IMF, 2020, p. 56, grifo e tradução nossos). (c) Se, após o término de um período razoável seguida de uma decisão de suspensão nos termos da alínea (b), acima, o membro persistir em não cumprir qualquer uma de suas obrigações nos termos deste Convênio, <i>esse membro poderá ser obrigado a se retirar do Fundo por uma decisão do Conselho de Administração tomada pela maioria dos Governadores com oitenta e cinco por cento do total do poder de voto</i> " (IMF, 2020, p. 56, grifo e tradução nossos). ²
Princípios de conduta para a gestão do fluxo de capitais	IV (1)	"Reconhecendo que o propósito essencial do sistema monetário internacional é fornecer uma estrutura que facilite a troca de bens, serviços e capital entre países, e que sustente um crescimento econômico sólido, e que um dos objetivos principais é o desenvolvimento contínuo das condições necessárias para a estabilidade financeira e econômica, <i>cada membro se compromete a colaborar com o Fundo e com os outros membros para assegurar arranjos cambiais ordenados e promover um sistema estável de taxas de câmbio</i> " (IMF, 2020, p. 5, grifo e tradução nossos). ³
Possibilidade jurídica de restringir fluxos de capital (transações em conta de capital)	VI (3)	" <i>Os membros podem exercer os controles necessários para regular os movimentos internacionais de capital, mas nenhum membro pode exercer esse controle de forma a restringir os pagamentos de transações correntes ou que atrasem indevidamente as transferências de fundos na liquidação de compromissos</i> , exceto conforme previsto no Artigo VII, Seção 3(b) e no Artigo XIV, Seção 2" (IMF, 2020, p. 20, grifo e tradução nossos). ⁴

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ "[n]o member shall, without the approval of the Fund, impose restrictions on the making of payments and transfers for current international transactions".

² "(a) If a member fails to fulfill any of its obligations under this Agreement, the Fund may declare the member ineligible to use the general resources of the Fund. Nothing in this Section shall be deemed to limit the provisions of Article V, Section 5 or Article VI, Section 1.

(b) If, after the expiration of a reasonable period following a declaration of ineligibility under (a) above, the member persists in its failure to fulfill any of its obligations under this Agreement, the Fund may, by a seventy percent majority of the total voting power, suspend the voting rights of the member. During the period of the suspension, the provisions of Schedule L shall apply. The Fund may, by a seventy percent majority of the total voting power, terminate the suspension at any time.

(c) If, after the expiration of a reasonable period following a decision of suspension under (b) above, the member persists in its failure to fulfill any of its obligations under this Agreement, that member may be required to withdraw from membership in the Fund by a decision of the Board of Governors carried by a majority of the Governors having eighty-five percent of the total voting power".

³ "Recognizing that the essential purpose of the international monetary system is to provide a framework that facilitates the exchange of goods, services, and capital among countries, and that sustains sound economic growth, and that a principal objective is the continuing development of the orderly underlying conditions that are necessary for financial and economic stability, each member undertakes to collaborate with the Fund and other members to assure orderly exchange arrangements and to promote a stable system of exchange rates".

⁴ "Members may exercise such controls as are necessary to regulate international capital movements, but no member may exercise these controls in a manner which will restrict payments for current transactions or which will unduly delay transfers of funds in settlement of commitments, except as provided in Article VII, Section 3(b) and in Article XIV, Section 2".

Dentro do Fundo havia um embate de ideias sobre como aplicar a recomendação política para a liberalização do movimento de capitais. Na disputa entre os gradualistas (assegurar que determinadas instituições funcionem adequadamente antes da introdução de medidas de liberalização) e imediatistas (liberalizar em um movimento rápido e abrupto), estes últimos acabaram saindo em vantagem. Seus esforços intelectuais, porém, foram minados pelas crises financeiras na Ásia e na América Latina durante a década de 1990. Esse resultado não mudou, contudo, o incentivo à liberalização, tornando-se, então, indireto ou informal, ou, nas palavras de Chwieroth (2010, p. 147, tradução nossa), “nunca de forma indiscriminada ou uniforme”.²⁸

A informalidade dessa abordagem foi mitigada substancialmente em 2012. O FMI, no exercício de sua função como supervisor do sistema monetário internacional, adotou expressamente a VI sobre a gestão de fluxos de capitais (IMF, 2012). Introduzida no contexto do pós-crise de 2008, ela considera taxativamente que controles cambiais podem ser ferramentas legítimas para responder a situações de excessiva volatilidade financeira. Particularmente, em 2011, Caroline Atkinson, na época diretora do Departamento de Relações Externas do FMI, considerou como apropriadas as medidas de controle de influxos de capital introduzidas pelo Brasil para conter a rápida valorização do real.²⁹

Segundo a abordagem do Fundo,

fluxos de capital podem ter benefícios substanciais para os países, inclusive aumentando a eficiência, promovendo a competitividade do setor financeiro e facilitando um maior investimento produtivo e suavização do consumo, [embora] não haja presunção de que a liberalização total seja uma meta apropriada para todos os países em todos os momentos, [mas sim que] medidas de fluxo de capital fazem parte do conjunto de ferramentas e seu uso é apropriado sob certas condições (IMF, 2012, p. 1 e 16, tradução nossa).³⁰

A novidade da VI é que o gerenciamento de fluxos requer uma política pública ativa (Taylor, 2018). De forma a tratar seus riscos, a VI fornece uma moldura macroeconômica para a construção de políticas nacionais de gestão de fluxos de capital. O corpo técnico do Fundo aplica a VI na análise de políticas consideradas macrorrelevantes, especialmente nas seguintes situações: i) na produção de relatórios relativos às missões periódicas do artigo IV; ii) na definição de condicionalidades políticas ao suporte financeiro da instituição, em

28. “*Though never indiscriminately or uniformly*”.

29. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/tr010611>> [último acesso em 11 de janeiro de 2020].

30. “*Capital flows can have substantial benefits for countries, including by enhancing efficiency, promoting financial sector competitiveness, and facilitating greater productive investment and consumption smoothing*” (...) “*there is, however, no presumption that full liberalization is an appropriate goal for all countries at all times*” (...) “*Capital flow measures are a part of the toolkit and their use is appropriate under certain conditions*”.

momentos de crise; e iii) na prestação de assistência técnica, quando solicitada por países membros.

A partir dessa moldura, o FMI tem contribuído para diminuir a fragmentação regulatória global e tem sido um “elemento ordenador” relevante ao sistema financeiro internacional (Eichengreen, 2016). As políticas de natureza macroprudencial – notadamente, aquelas que discriminam fluxos denominados em moeda estrangeira – configuram-se como mecanismos relevantes, destinados a enfrentar episódios extremos de fluxos de capital e que visam à promoção da estabilidade financeira (Cerutti, Claessens e Laeven, 2017). Esse modelo de política tem sido altamente influenciado também pelas ideias econômicas do Banco de Compensações Internacionais (BCI) e o Comitê da Basileia. A partir da VI, o FMI também contribui com a distinção analítica desse tipo de fluxo.

A VI foi revista em 2016, e uma análise empírica abrangente de sua implementação foi publicada em 2020 pelo Escritório de Avaliação Independente (Independent Evaluation Office – IEO), o *ombudsman* do FMI. Nessa avaliação, o IEO reconheceu que a VI era essencial para proporcionar ao FMI um papel mais estratégico na regulação dos fluxos internacionais de capital (Loungani *et al.*, 2020). Em especial, o IEO recomendou o fortalecimento de sua colaboração com a OCDE, particularmente à luz do Código.

Com a finalidade de gerar maior coerência entre as duas instituições, o IEO sugeriu a elaboração de um memorando de entendimento. No Código da OCDE está previsto que uma das tarefas especiais do Comitê de Investimento é solicitar ao FMI, sempre que necessário, sua opinião sobre quaisquer questões relativas ao balanço de pagamentos e ao estado de reservas internacionais de um país membro (art. 19, g, ii). Não há ainda, contudo, um protocolo preciso para a coordenação de ações.

Em texto publicado no *IMFBlog*, assinado conjuntamente por economistas do FMI, da OCDE e de bancos centrais, foi enfatizada a necessidade de se constituir ferramentas adequadas para gerir os riscos advindos de episódios mais intensos de fluxos de capital, tais como os sugeridos pelo FMI ou pela OCDE em seus respectivos regimes (por exemplo, políticas macro e microprudenciais) (Kokenyne *et al.*, 2020). Ainda que o texto não expresse a opinião oficial das referidas instituições, é mais um exemplo de uma abordagem interinstitucional e integrativa sobre a liberalização do movimento de capitais.

O FMI exerce um poder de persuasão importante em relação a países membros, a partir da produção de ideias econômicas e do exercício de seu mandato como supervisor global. A VI, contudo, não é vinculante no sentido estritamente jurídico do termo, ao contrário do Código da OCDE. Ela é apenas indicativa de orientação do FMI. Ainda que o Fundo tenha se tornado a instituição

financeira internacional mais relevante para supervisionar os fluxos internacionais de capital, a entidade tem surpreendentemente pouco poder *de natureza formal* para influenciar as medidas de controle adotadas por seus membros (Broos e Grund, 2018).

Na prática, entretanto, o Fundo pode impor uma série de condicionalidades políticas para a concessão de suporte financeiro a países membros em tempos de crise. Essas condicionalidades correspondem ao que a entidade entende por “políticas saudáveis”, ou seja, capazes de manter “fluxos de pagamento em moeda estrangeira” (Coelho, 2012, p. 180). A VI passou, então, a integrar a moldura que irá definir as condicionalidades necessárias para assegurar recursos em moedas internacionais do prestamista global de última instância – se e quando for solicitado.

5 O CÓDIGO DA OCDE RESPONDE ÀS NECESSIDADES INSTITUCIONAIS DE PAÍSES PERIFÉRICOS? QUAL O PAPEL DA REPRESENTAÇÃO DE IDEIAS BRASILEIRAS NA OCDE?

A entrada do Brasil na OCDE precisa ser construída como um projeto de Estado e de (re)construção de instituições nacionais, e não somente como um plano de governo. Caso dirigentes políticos decidam aderir à OCDE e, portanto, ao Código, e implementar as reformas legislativas necessárias, é preciso compreender a extensão e o impacto dessa resolução. Ainda que o país possa optar por balizamentos de juridicidade, encontrando, então, uma saída mais flexível para sua adesão, todo membro submete-se ao princípio do *desmantelamento*: reservas – ou seja, restrições a fluxos de capital – são medidas excepcionais e transitórias. O objetivo final é a plena liberalização do movimento de capitais.

Em 2019, foi iniciada uma reforma legislativa nacional relacionada ao mercado de câmbio, visando adequar as regras brasileiras ao Código. O Projeto de Lei (PL) nº 5387/2019 foi capitaneado pelo Banco Central do Brasil (BCB) com apoio intelectual da OCDE (Campos Neto, 2020b). O projeto prevê a delegação ao BCB do poder de definir diretrizes e regulamentar as operações no mercado de câmbio, além de flexibilizar regras para o uso do real em transações internacionais. Ao diminuir as restrições para a utilização de moedas estrangeiras no Brasil, o PL também busca facilitar a livre movimentação de capitais.³¹ Para além do mercado de câmbio, outros normativos brasileiros demandam alteração

31. Em 22 de dezembro de 2020, foi apresentado pelo relator, deputado Otto Alencar Filho, um substitutivo expondo sua aprovação no mérito. No relatório, o deputado chamou a atenção para o histórico de legislações circunstanciais em relação ao câmbio. Assim, “a cada crise o país aprovava algum ajuste na legislação cambial para conter os efeitos específicos daquela crise (...) esse acúmulo de ajustes tornou a nossa legislação cambial confusa e complexa” (2ª Sessão Legislativa Ordinária da 56ª Legislatura, 139ª sessão. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/internet/escriva/escriva.asp?codSileg=60243>>. Acesso em: 2 jan. 2021.). Desse modo, o Código pode ser o mote para melhor estruturar os diferentes aspectos da legislação financeira e cambial brasileira.

para adesão internacional ao Código. Os projetos dessa reforma financeira ampla também são influenciados pela capacidade da diplomacia brasileira em negociar as reservas jurídicas no momento de aderir ao Código da OCDE. Não é possível, contudo, ter acesso às eventuais reservas, em curso de negociação, pelo governo brasileiro com suporte das agências reguladoras, o que tende a reduzir a extensão e a transparência do debate público sobre as reformas normativas no país.³²

Fundamentalmente, a adesão ao Código passa pela avaliação da conveniência e da oportunidade da liberalização dos fluxos de capital, no longo prazo. Seria a liberalização a condição necessária para o desenvolvimento sustentável do país? Se é condição necessária, as medidas jurídicas, relacionadas à reserva e à derrogação temporária de medidas liberalizantes, atendem às necessidades de países periféricos na hierarquia monetária internacional, como o Brasil, em tempos de crise?

Primeiramente, há uma questão relevante a ser considerada: o Código pressupõe que a liberalização de capitais seja um objetivo *por si só*. Fluxos de capitais, contudo, deveriam ser avaliados como *meios* para se atingir os objetivos de desenvolvimento sustentável (ODS), tal como desenhado pela Agenda 2030 das Nações Unidas para a cooperação internacional entre países.³³

Há demandas complexas do século XXI em termos de desenvolvimento social e de preservação ambiental que eventualmente podem entrar em conflito com os objetivos finais do Código, especialmente em momentos de crise. Isso significa que os impactos de uma eventual adesão brasileira devem ser cuidadosamente mensurados não somente à luz dos fluxos de entrada (recepção de investimentos) mas principalmente nos cenários de saída de capitais (crises monetárias e financeiras). Particularmente, as ideias econômicas e os paradigmas monetários subjacentes ao Código parecem ainda estar “estacionados” na década de 1990 e no (falido) Consenso de Washington. De lá para cá, evoluiu-se pouco no pós-crise de 2008. Por sorte, as reformas negociadas naquele período foram incorporadas ao Código na reforma de 2019, poucos meses antes da crise da Covid-19. Nesse contexto, a contribuição da OCDE é aumentar o nível de intercâmbio e cooperação entre países de economias avançadas e emergentes, ao mesmo tempo

32. Com o objetivo de analisar melhor o papel do BCB no processo de adesão à OCDE, realizamos uma consulta formal perante a autoridade monetária, requerendo os documentos técnicos que subsidiaram o diálogo com a organização multilateral. O pedido foi feito com base na Lei de Acesso à Informação (pedido nº 18810.011631/2020-37). Dos quatorze documentos informados, nos foi concedido acesso ao conteúdo de apenas cinco (as notas jurídicas nos 2686/2017-BCB/PGBC, 459/2019-BCB/PGBC, 878/2019-BCB/PGBC e 4507/2020-BCB/PGBC; e o Parecer Jurídico no 158/2019-BCB/PGBC). Segundo a resposta do BCB, sobre os outros documentos incidiria a restrição provisória de acesso prevista pelo art. 7º, § 3º, da Lei de Acesso à Informação. Em todo caso, em nenhum documento já divulgado pela entidade foi possível compreender a extensão da atuação do BCB no processo de adesão ao Código. Também não há, por ora, qualquer indicação das reservas já apresentadas pelo país ao instrumento normativo, que permanecem lamentavelmente permanecem sob sigilo.

33. Ver: <<https://brasil.un.org/>>. Acesso em: 5 jan. 2021.

em que se padronizam e implementam “boas práticas” relativas à governabilidade e à gestão econômica (González *et al.*, 2019).³⁴

Outro fator institucional a ser considerado é que somente quem tem assento no Comitê de Investimentos pode contribuir, *de direito*, para fazer evoluir o Código, bem como construir sua jurisprudência. Assim, em um cenário de adesão à OCDE, a participação do Brasil nas decisões do Comitê torna o país um dos atores responsáveis pela formação desse regime jurídico global. É o mecanismo de “voz”, que pode ser utilizado para ajustar e adequar às demandas e aos interesses locais as diferentes regras, que, por vezes, adotam o modelo de solução “única” e padronizada para todos os países (*one-size-fits-all*).

Em segundo lugar, se a adesão do Brasil à OCDE for formalizada, o país precisará investir no seu quadro técnico, que irá representá-lo na organização e negociar medidas de restrições a fluxos de capital, sempre que necessário. Conjuntamente com os demais países de economia emergente, deverá ser capaz, intelectual e politicamente, de negociar soluções jurídicas inovadoras para que a jurisprudência do Comitê evolua, de forma a incorporar as demandas e os interesses econômicos, sociais e ambientais desses países. Esse tipo de *soft power* precisa estar fundado em alto nível de conhecimento técnico e social do país.

A negociação de medidas para restrições circunstanciais pode ser realizada, inclusive, por meio da formação de alianças estratégicas com economias emergentes (por exemplo, México, Chile, Colômbia e a já avançada Coreia do Sul). Além de construir uma base de influência potencialmente mais sólida e tendencialmente mais relevante, essa solução pode ser especialmente importante para o Brasil também no processo de adesão, dada a instabilidade de sua política interna e a oscilação quanto à adesão do país conforme o partido político no Poder Executivo.³⁵

O Brasil, individualmente ou em bloco, precisará, assim, formular propostas de regras e de política econômica adaptadas a seus constrangimentos institucionais, típicos de país periférico na hierarquia internacional de moedas, e não somente importar modelos de regulação financeira de economias centrais. Há cláusulas de “escape” previstas pelo Código que precisam de negociação para serem manipuladas. Nesse aspecto, a Coreia do Sul deve ser buscada como aliada, uma vez que as mudanças institucionais de 2019 podem ser atribuídas

34. A adequação dos países de economia emergente a critérios exigidos pela OCDE, como ajustes fiscais, é outra questão que deve ser sopesada pelo Brasil (González *et al.*, 2019). Essas reformas podem, em médio e longo prazos, gerar uma competição interna por recursos escassos, que tende a desfavorecer os setores mais pobres da sociedade, dependentes do suporte estatal.

35. Ver, por exemplo, a posição do Partido dos Trabalhadores (PT), que ocupou a Presidência da República entre os anos de 2002 e 2016 sobre a adesão do Brasil à OCDE. Disponível em: <<https://ptnosenado.org.br/aderir-a-ocde-e-aprofundar-dependencia/>>. Acesso em: 5 jan. 2021.

à provocação de seus representantes e de suas conexões estratégicas com outras organizações intergovernamentais, como o BCI e sua *expertise* sobre medidas restritivas de fluxos de capital com objetivo macroprudencial.

Há, contudo, uma espécie de limitação estrutural quanto para a influência efetiva dos países de economia emergente no processo de adequação ao Código: eles estarão sob o escrutínio constante do Comitê de Investimento, que é formado majoritariamente por países de economias avançadas. A racionalidade, os modelos de políticas e o interesse desses Estados tendem a ser predominantes na OCDE. O novo mecanismo decisório do Comitê, isto é, a regra do consenso-menos-um, pode gerar ainda mais pressão sobre países que não sejam capazes de negociar soluções coletivas para problemas monetários e financeiros. Assim, ressalta-se mais uma vez: a formação de coalizões é central para trazer a agenda de economias emergentes à entidade.

Um dos exemplos a serem retidos do pós-crise de 2008 foi a inclusão de economias emergentes do Grupo dos 20 (G20)³⁶ no Conselho de Estabilidade Financeira (Financial Stability Board – FSB), uma organização internacional, sediada no BCI, responsável por fazer recomendações e definir modelos de regras para o sistema financeiro global. A inclusão da representação desses países no FSB – anteriormente denominado Financial Stability Forum (FSF) – impactou positivamente a conformação da governança financeira internacional, aumentando o engajamento do Grupo dos 7 (G7)³⁷ com as particularidades regulatórias dessas economias (Yoshikawa, 2014). Ainda que subsistam dificuldades relacionadas à capacidade desses Estados em construir uma agenda própria dentro do FSB e reformular as molduras de políticas tradicionais, a reforma do pós-2008 instaurou formalmente um mecanismo de voz na instituição e criou a possibilidade jurídica de construção de um aprendizado institucional. Por exemplo, uma coalizão de países e agências multilaterais liderada pela China, operando por meio do G20 e do FSB, tem engendrado mudanças na diplomacia regulatória global para tornar a futura definição de padrões financeiros mais sintonizada com as necessidades e as restrições estruturais inerentes a países em desenvolvimento (Knaack e Gruin, 2020).³⁸

Nesse aspecto, o secretariado da OCDE, notadamente a Direção-Geral de Assuntos Financeiros e Empresariais (Directorate for Financial and Enterprise

36. Os membros do G20 são: Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, França, Alemanha, Índia, Indonésia, Itália, Japão, Coreia do Sul, México, Rússia, Arábia Saudita, África do Sul, Turquia, Reino Unido, Estados Unidos e União Europeia (UE). O grupo é formado por economias avançadas e emergentes que representam 60% da população global, 80% do PIB mundial e mais de 75% do comércio internacional. Informações disponíveis em: <<http://www.g20.org>>.

37. O G7 é formado por Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido, Estados Unidos e por representantes da UE. 38. Nesse âmbito, por exemplo, a China e sua coalizão desenvolveram no FSB uma moldura política alternativa para a regulação de serviços financeiros não tradicionais (*shadow banking*) alterando seu “rótulo” para veículos de “inclusão financeira digital” (Knaack e Gruin, 2020). Esse é um exemplo de atuação diplomática de alto impacto.

Affairs – DAF),³⁹ não pode negligenciar essa questão. Se o objetivo da organização é expandir a adesão a mais economias emergentes, modelos de regras e de política econômica precisam ser estrategicamente desenhados para esses países. Paradigmas de economias centrais não são facilmente adaptáveis à periferia do sistema monetário, senão a custos elevados em termos de estabilidade social e econômica. O secretariado poderia investir mais em propostas políticas para países membros reelaborarem o texto do Código e sua jurisprudência, exercendo de forma mais incisiva seu papel de formadores da agenda do Comitê (*agenda-setter*).

Expertise em moeda, contudo, não tem sido o foco especial de atenção da OCDE, que poderia construir um diálogo mais intenso com o BCI e o FMI, para muito além daquele previsto pelo artigo 19, g, ii, do Código, relacionado a momentos de crise. Curiosamente, a OCDE, em suas origens, integrava e dava suporte à negociação de acordos multilaterais de pagamentos entre países europeus, que tinham moedas inconvertíveis na época (tal como os países periféricos na hierarquia internacional de moedas atualmente). Essa *expertise* parece ter se perdido no tempo.

Finalmente, o país não poderá deixar de acumular reservas internacionais substanciais para responder à volatilidade financeira. O acúmulo de reservas tem assegurado peso político ao país em suas negociações internacionais. O custo de carregamento de reservas é, contudo, elevado, além de ser uma política inerentemente injusta. Afinal, implica uma transferência de recursos em direção, sobretudo, ao setor público de economias avançadas.

6 CONCLUSÃO

A despeito dos argumentos favoráveis à adesão do Brasil ao Código da OCDE, há fatores estruturais que precisam ser considerados pela decisão política brasileira ao se comprometer com a liberalização do movimento de capitais como objetivo de longo prazo. Países localizados na periferia da hierarquia monetária internacional têm custos elevados para se manter integrado ao capitalismo financeiro global. Apesar de participarem da cadeia de fluxos monetários, esses países podem necessitar, sobretudo em momentos de instabilidade, de mecanismos jurídicos capazes de reduzir a volatilidade desses fluxos de capital. Dessa forma, certos controles permitem responder a demandas nacionais em tempos de crise, como a mitigação de riscos decorrentes de crises cambiais, ou o aumento excessivo da liquidez interna.

O movimento internacional de capitais está sujeito à supervisão do FMI e, para os países membros, também à regulação pela OCDE. Ainda que o

39. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/>>. Acesso em: 5 jan. 2021.

Código da OCDE apresente cláusulas de “escape”, sua estrutura jurídica é vinculante, criando obrigações precisas a países signatários, sobretudo por meio de seu principal mecanismo coercitivo: a pressão por pares. O FMI e sua visão institucional recorrem a outros recursos persuasivos, de menor juridicidade mas não menos influentes, para gerir fluxos internacionais – exceto quando mobilizados como condicionalidades políticas ao suporte financeiro da entidade. Diante de um sistema monetário internacional fragmentado, e principalmente para os países não membros da OCDE, o FMI tem se constituído como um relevante núcleo ordenador de boas práticas financeiras internacionais. A VI é um exemplo de moldura macroeconômica do Fundo, auxiliando formuladores de política nacional em sua tomada de decisão.

O Brasil deve refletir sobre sua adesão à OCDE como um movimento tático à luz da combinação de ambos os regimes jurídicos. O país deve levar em consideração os balizamentos de juridicidade do Código da OCDE: as listas A e B divergem em níveis de flexibilidade, o que impacta o grau de discricionariedade de agentes nacionais para a imposição de restrições a determinadas operações financeiras de não residentes, ou denominadas em outras moedas, em tempos de crise.

A manipulação de reservas e de derrogações ao Código pode funcionar como uma espécie de “adesão mitigada” do Brasil. Essa estratégia garante um assento no Comitê de Investimentos, o que possibilita ao país contribuir para a evolução e a aplicação do Código. É a possibilidade institucional de ter voz na construção das regras internacionais para a circulação de capitais, de forma a adequá-las aos interesses de economias emergentes na periferia da hierarquia monetária internacional – ainda que, para sua efetividade, um maior engajamento estratégico da diplomacia brasileira seja condição necessária.

O sucesso da eventual adesão do Brasil servirá de modelo para outras economias emergentes de grande porte. Os Estados Unidos responderam por mais de 20% do orçamento da OCDE em 2019.⁴⁰ A controversa gestão do ex-presidente Donald Trump mostrou que a entidade precisa diversificar e fortalecer sua base de recursos para implementar, de forma satisfatória, seu mandato global. O futuro da OCDE e de seus normativos, portanto, depende de sua expansão para muito além do exclusivo clube de economias centrais e daquelas de pequeno porte. O Brasil poderá ser, assim, essencial para o futuro da própria OCDE. Cabe, portanto, ao secretariado da entidade, notadamente à Direção-Geral de Assuntos Financeiros e Empresariais, repensar seus modelos de política e de regras jurídicas, particularmente as monetárias e financeiras, se quiser sobreviver à nova ordem global do pós-Covid-19.

40. Informação disponível em: <<https://www.oecd.org/about/budget/member-countries-budget-contributions.htm>>. Acesso em: 5 jan. 2021.

O sucesso da adesão do Brasil, bem como de outros países de economia emergente de grande porte, ao Código da OCDE depende: i) de uma movimentação tática para a manipulação da juridicidade do Código da organização, de forma a adaptar sua aplicação às condições monetárias de economias emergentes; e ii) de sua capacidade de construir ideias jurídico-econômicas inovadoras e formular estratégias de negociação individual ou em bloco, no sentido de fazer evoluir as regras e a jurisprudência do Código ao longo do tempo. Para isso, o conhecimento técnico de alto nível sobre a natureza vinculante das regras do Código, as possibilidades jurídicas dadas pelas cláusulas de escape e a compreensão do fenômeno monetário é fundamental para a adesão e a prática informada do Brasil na OCDE. Esse é claramente um dos maiores desafios para a diplomacia brasileira na área monetária e financeira desde a adesão ao Acordo de Bretton Woods.

REFERÊNCIAS

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de gestão das reservas internacionais** – Volume 12. Brasília: BCB, 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/relgestaoreservas/GESTAORESERVAS202003-relatorio_anual_reservas_internacionais_2020.pdf>.

BHAGWATI, J. N. The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars. **Foreign Affairs**, New York, v. 77, n. 3, p. 7-12, 1998.

BROOS, M.; GRUND, S. The IMF's jurisdiction over the capital account – reviewing the role of surveillance in managing cross-border capital flows. **Journal of International Economic Law**, n. 21, v. 3, p. 489-507, 2018.

CAMPOS NETO, R. **Enfrentamento dos efeitos econômicos da Covid-19**. Brasília: BCB, 2020a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/RCN_Agro_14.5.2020.pdf>. Acesso em: 3 jan. 2021.

_____. **PL 5387/2019** – Nova Lei Cambial. Brasília: BCB, 2020b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/PLCambio-Apresentacao_vpub.pdf>. Acesso em: 8 jan. 2021.

CANUTO, O.; LEIPZIGER, D. M. (Eds.). **Ascent after decline: regrowing global economies after the Great Recession**. Washington, D.C.: World Bank, 2012.

CARREAU, D. Le système monétaire international privé (UEM et euromarchés). **Collected Courses of the Hague Academy of International Law**, v. 274. Netherlands: Martinus Nijhoff, 1998.

CELLI JR., U. Condições para a as negociações do acordo sobre o comércio de serviços (GATS) na organização mundial do comércio (OMC). **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, v. 101, p. 467-478, 2006.

CERUTTI, E.; CLAESSENS, S.; LAEVEN, L. The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence. **Journal of Financial Stability**, v. 28, p. 203-224, 2017.

CHWIEROTH, J. M. **Capital ideas**: the IMF and the rise of financial liberalization. Princeton: Princeton University Press, 2010.

CLIFTON, J.; DÍAZ-FUENTES, D. The OECD and Phases in the International Political Economy, 1961–2011. **Review of International Political Economy**, v. 18, n. 5 p. 552-569, 2011.

COELHO, J. C. A política de empréstimos do fundo monetário internacional: soberania e hierarquia na economia política internacional. **Revista Tempo do Mundo**, Brasília v. 4, n. 1, abr. 2012.

COHEN, B. J. **The future of money**. Princeton: Princeton University Press, 2004.

_____. **Global monetary governance**. London and New York: Routledge, 2008.

_____. Currency and state power. *In*: FINNEMORE, M.; GOLDSTEIN, J. (Eds.). **Back to basics**: state power in a contemporary world. Oxford: Oxford University Press, p. 159-176, 2013.

_____. **Currency power**: understanding monetary rivalry. Princeton: Princeton University Press, 2015.

COHEN, B. J.; BENNEY, T. M. What does the international currency system really look like? **Review of International Political Economy**, v. 21, n. 5, p. 1017-1041, 2014.

DE 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**, Campinas, v. 23, n. 2, p. 341-372, ago. 2014.

DURAN, C. V. O prestamista internacional de última instância para países emergentes: um contrato de swap cambial? **Revista Tempo do Mundo**, Brasília, v. 3, n. 1, p. 95-130, jan. 2017.

_____. O momento “Bretton Woods” da Covid-19 e a cooperação monetária por bancos centrais. **Estudos Avançados**, v. 34, n. 100, p. 117-140, 2020.

EICHENGREEN, B. Global Monetary Order. *In*: EUROPEAN CENTRAL BANK. **The future of the international monetary and financial architecture**: conference proceedings. Frankfurt: ECB, 2016.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. (Eds.). **Other people’s money**: debt denomination and financial instability in emerging market economies. Chicago: University of Chicago Press, 2005.

GONZÁLEZ, A. *et al.* Do Latin American members benefit from the OECD? **Latin America Advisor**, Washington, D. C., Apr. 2019.

HELLEINER, E. **The status quo crisis**: global financial governance after the 2008 meltdown. Oxford: Oxford University Press, 2014.

IANCU, A. *et al.* Glaciers of global finance: the currency composition of central bank's reserve holdings. **IMFBlog**, Washington, D.C., Dec. 2020.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **The liberalization and management of capital flows**: an institutional view. IMF: Washington, D. C., 2012. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>>.

_____. **Articles of agreement**. IMF: Washington, 2020. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>>.

JENKINS, P. *et al.* **China's engagement with an evolving international monetary system**: a payments perspective. CIGI, 2014. Disponível em: <https://www.cigionline.org/sites/default/files/china_engagement_cigi-inet_special_report_web_0.pdf>.

KIM, W. Does capital account liberalization discipline budget deficit? **Review of International Economics**, v. 11, n. 5, 2003.

KNAACK, P.; GRUIN, J. From shadow banking to digital financial inclusion: China's rise and the politics of epistemic contestation within the financial stability board. **Review of International Political Economy**, p. 1-25, Jun. 2020.

KOKENYNE, A. *et al.* Global policy responses to capital flow volatility. **IMFBlog**, Washington, D. C., Dec. 2020.

LINS, M. A. del T. **Liberalização e integração financeira na América Latina**: um exercício de economia política comparada. 2015. Tese (Livre Docência) – Instituto de Relações Internacionais, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

LOUNGANI, P. *et al.* **IMF advice on capital flows**: evaluation report 2020. IMF: Washington, D. C., 2020.

MARCUSSEN, M. The OECD as ideational artist and arbitrator: reality or dream? *In*: REINALDA, B.; VERBEEK, B. (Eds.). **Decision making within international organizations**. London: Routledge, p. 90-105, 2004.

MCGEEVER, J. Brazil posts record \$22.2 bln portfolio outflow in March as impact of virus is felt. **Reuters**, London, Abr. 2020. Disponível em: <<https://in.reuters.com/article/brazil-economy-current-account-idUSL2N2CC0J7>>. Acesso em: 3 jan. 2021.

MCKINNON, R. The rules of the game: international money in historical perspective, **Journal of Economic Literature**, v. 31, n. 1, 1993.

MEHRLING, Perry. Essential hybridity: A money view of FX. **Journal of Comparative Economics**, v. 41, n. 2, p. 355-363, 2013.

_____. Elasticity and discipline in the global swap network. **International Journal of Political Economy**, v. 44, n. 4, p. 311-324, 2015.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD Codes of Liberalisation of Capital Movements and of Current Invisible Operations**. Paris, 2003. Disponível em: <<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264199958-sumpt.pdf?expires=1610228248&id=id&accname=guest&checksum=9417459758288F57ECC8A61C4B4C047C>>. Acesso em: 9 jan. 2021.

_____. **Codes of liberalisation user's guide**. Paris, 2019. Disponível em: <<http://www.oecd.org/investment/investment-policy/38072327.pdf>>. Acesso em: 23 dez. 2020.

_____. **Code of liberalisation of capital movements**. Paris, 2020. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/Code-Capital-Movements-EN.pdf>>. Acesso em: 23 dez. 2020.

PAULA, L. F. de; PRATES, D. M. Financial flows to emerging economies and policy alternatives post 2008. *In*: GEVORKYAN, A. V.; CANUTO, O. (Eds.). **Financial deepening and post-crisis development in emerging markets: current perils and future dawns**. London: Palgrave Macmillan, 2016.

PRASAD, E. S. **Gaining currency: the rise of the renminbi**. Oxford University Press, 2017.

REY, H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. **National Bureau of Economic Research**, 2015. (Working Paper n. 21162).

SAHAY, R. *et al.* **Emerging market volatility: Lessons from the Taper Tantrum**. Washington, D. C.: IMF, 2014. (IMF Staff Discussion Note SDN/14/9).

SCHMELZER, M. **The hegemony of growth: the OECD and the making of the economic growth paradigm**. Cambridge: Cambridge University Press, 2016.

STRANGE, S. The politics of international currencies. **World Politics**, v. 23, n. 2, p. 215-231, 1971.

TAYLOR, J. B. **Capital flows, the IMF's institutional view, and an alternative** – Remarks at the policy conference “Currencies, capital and Central Bank balances”. Hoover Institution, 2018.

THORSTENSEN, V.; GULLO, M. F. **OCDE e os códigos de capitais e intangíveis**: código de liberalização de movimento de capitais e código de operações correntes intangíveis. São Paulo: CCGI, 2019. (Working Paper Series, v. 499, n. 13).

WOODWARD, R. **The Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD)**. London and New York: Routledge, 2009.

YOSHIKAWA, C. H. Law and financial markets: the role of financial stability board to design a legal framework for the governance of the global financial system. **Revista de Direito Mercantil**, v. 166/167, p. 127-137, 2014.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

FERNÁNDEZ, A. *et al.* Capital control measures: a new dataset. **National Bureau of Economic Research**, Massachusetts, 2015. (Working Paper n. 20970).

GHOSH, A. R.; OSTRY, J.; QURESHI, M. S. **Taming the tide of capital flows**: a policy guide. Cambridge: MIT Press, 2018.

ZIMMERMANN, C. D. The Concept of Monetary Sovereignty Revisited. **European Journal of International Law**, v. 24, n. 3, p. 797-818, 2013.

