

TEXTO PARA **DISCUSSÃO**

2430

**A NOVA ABORDAGEM DO FMI SOBRE
A GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS E
SUAS LIMITAÇÕES: LIÇÕES DO BRASIL E
DA COREIA DO SUL**

**Barbara Fritz
Daniela Magalhães Prates**



A NOVA ABORDAGEM DO FMI SOBRE A GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS E SUAS LIMITAÇÕES: LIÇÕES DO BRASIL E DA COREIA DO SUL¹

Barbara Fritz²

Daniela Magalhães Prates³

1. Versão levemente modificada do artigo de FRITZ, B.; PRATES, D. The new IMF approach to capital account management and its blind spots: lessons from Brazil and South Korea. *International Review of Applied Economics*, London, v. 28, n. 2, p. 210-239, 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/ZC2JYR>>.

2. Professora do Instituto de Estudos Latino-Americanos da Universidade Livre de Berlim (Freie Universität Berlin). *E-mail*: <barbara.fritz@fu-berlin.de>.

3. Professora associada do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). *E-mail*: <prates@unicamp.br>.

Governo Federal

**Ministério do Planejamento,
Desenvolvimento e Gestão**
Ministro Esteves Pedro Colnago Junior

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
Mylena Pinheiro Fiori

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.

JEL: F3, F4

SUMÁRIO

SINOPSE	
ABSTRACT	
INTRODUÇÃO	7
2 REVISANDO O DEBATE.....	8
3 ESTUDOS DE CASO: COREIA DO SUL E BRASIL APÓS A CRISE FINANCEIRA GLOBAL.....	21
4 CONCLUSÃO: LIÇÕES DOS CASOS DO BRASIL E DA COREIA DO SUL PARA OS INSTRUMENTOS DE GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS	38
REFERÊNCIAS	41
BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR.....	45
APÊNDICE	46

SINOPSE

Diante do novo *boom* de fluxos de capital que emergiu após a crise financeira global, os governos de várias economias emergentes tornaram-se cada vez mais preocupados com os efeitos potencialmente negativos desses fluxos. Até mesmo o Fundo Monetário Internacional (FMI), até então um defensor vigoroso da liberalização financeira, se engajou em uma nova discussão sobre a gestão dos fluxos de capitais. A partir de estudos de caso empíricos do Brasil e da Coreia do Sul no período 2009-2011, este trabalho concluiu que a nova visão institucional do FMI continua sendo insuficiente. Ao propor que as *medidas de regulação financeira prudencial* devem ser permanentes – ao contrário das *medidas de gestão de fluxo de capital* (CFMs – *capital flow management measures*), que devem ser instrumentos temporários incorporados em estratégia global de abertura financeira –, a organização continua defendendo as vantagens globais dessa estratégia, o que coloca sérios limites à autonomia de política das economias emergentes. No entanto, os estudos de caso apresentados neste trabalho mostram que, especialmente para as economias emergentes com os mercados financeiros domésticos abertos e sofisticados, os dois tipos de medidas são interdependentes e sobrepostos. Além disso, esses estudos também revelaram que um terceiro tipo de regulação – que deve incidir sobre o mercado de derivativos cambiais – também pode ser necessário para conter as pressões em prol da apreciação das moedas domésticas, dependendo da institucionalidade desse mercado.

Palavras-chave: fluxos de capitais; derivativos cambiais; crise financeira global; regulação; economias emergentes.

ABSTRACT

As emerging economies experience a boom in capital inflows after the global financial crisis, governments were increasingly concerned about the downsides of these inflows. Even the IMF (International Monetary Fund), long a stalwart proponent of financial liberalization, has engaged in a new debate on capital flow management. Drawing lessons from empirical case studies on Brazil and South Korea, this paper finds that the new IMF framework remains insufficient in two main aspects. First, by defining “capital flow management measures” (CFMs) as a temporary instrument embedded in an overall strategy of financial opening, the organization insists in the general advantages of financial liberalization, which poses serious limits to emerging economies’ policy space.

Second, the Fund insists in a separation of prudential financial regulation, which should be permanent, and only temporary CFMs. Yet, the case studies of Brazil and Korea presented in this paper show that especially for emerging markets with rather diversified domestic financial markets, both types of measures are interdependent and overlapping. Additionally, we demonstrate in our case studies the relevance of a third type of regulation, lying on foreign exchange (FX) derivatives instruments, which may also be required to effectively manage foreign investors' portfolio reallocations and their impact

Keywords: capital flows; currency derivatives; global financial crisis; regulation; emerging economies.

INTRODUÇÃO

Entre 2008 e 2012, a economia global foi marcada por turbulências financeiras e recessões acentuadas nas principais economias avançadas. Em contrapartida, o desempenho econômico e financeiro, na maioria das economias emergentes,¹ foi favorável (Ocampo, 2012; Canuto e Leipziger, 2012; Canuto e Giugale, 2010). Um dos condicionantes desse desempenho foi a nova fase de expansão dos fluxos de capitais para essas economias.

Essa nova fase – a quarta na era pós-Bretton Woods – foi impulsionada pelo contexto que sucedeu a crise financeira global de 2008. Após uma breve interrupção entre o quarto trimestre de 2008 e o início de 2009, os fluxos de capitais retornaram às economias emergentes em busca de rendimentos em um ambiente de liquidez abundante e taxas de juros mais baixas nas economias avançadas, como consequência das políticas monetárias anticíclicas adotadas em resposta à crise. No entanto, esses fluxos perderam força a partir do segundo trimestre de 2013, quando o Federal Reserve anunciou sua intenção de iniciar a desmontagem do chamado afrouxamento quantitativo (*quantitative easing* – QE).

Ao longo da recente fase de expansão, muitos governos se tornaram cada vez mais preocupados com os efeitos indesejáveis do ingresso excessivo de capitais externos, entre os quais os riscos à estabilidade financeira de curto prazo e a redução do grau de autonomia das políticas econômicas domésticas. O debate sobre controles de capitais, até então considerado anacrônico, retornou com força às agendas política e acadêmica.

Até mesmo o Fundo Monetário Internacional (FMI) – há muito hostil a esses controles – se envolveu em um novo debate sobre a gestão dos fluxos de capitais ao procurar estabelecer um conjunto de regras para todos os países. Contudo, esse debate encontrou as instituições financeiras internacionais mal preparadas, assim como grande parte da academia. Como afirma Rodrik (2010, p. 2, tradução nossa): “Atualmente, não sabemos muito sobre a concepção de *regimes de controles de capitais*. O tabu vinculado aos controles de capitais tem desencorajado estudos empíricos e orientados para políticas, o que ajudaria a administrar os fluxos de capitais diretamente”.

1. As economias emergentes são definidas aqui como os países em desenvolvimento que se inseriram no processo de globalização financeira. Esse conceito de economias emergentes se refere, assim, a um processo dinâmico, na medida em que um número crescente de países se integrou a esse processo a partir dos anos 1990.

Este texto pretende contribuir para essa discussão ao rever criticamente o debate teórico atual e fornecer *insights* a partir do estudo empírico de duas importantes economias emergentes, com mercados financeiros sofisticados e liberalização financeira externa e interna durante as últimas duas décadas, Brasil e Coreia do Sul.² A crise global recolocou a importância de repensar especialmente a regulação e a supervisão financeira em âmbito nacional. Emergiu também um consenso crescente sobre a necessidade de abordagem mais sistêmica para as políticas macroeconômicas, monetárias e financeiras (Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro, 2010; Eichengreen *et al.*, 2011), que priorize não somente a estabilização do nível geral de preços, mas também a estabilidade financeira. Em contrapartida, o debate sobre a gestão dos fluxos internacionais de capitais encontra-se longe de estar consolidado, seja em termos teóricos, seja no âmbito das recomendações de política econômica, apesar do seu papel fundamental para a manutenção de taxa de câmbio competitiva e/ou para a prevenção de crises financeiras nas economias emergentes (Ocampo, 2012).

Os argumentos estão organizados da seguinte forma. Na segunda seção, apresentam-se os argumentos ortodoxos a favor da liberalização da conta de capitais.³ Analisam-se ainda as mudanças na visão do FMI sobre a gestão dos fluxos de capitais após a crise de 2008, que culminou em um novo arcabouço institucional para essa gestão. Em seguida, apontam-se os limites desse arcabouço, que é contraposto a uma abordagem alternativa considerada mais apropriada. Na terceira seção, analisa-se a regulação dos fluxos internacionais de capitais no Brasil e na Coreia do Sul no período 2009-2012. Por último, segue-se a conclusão sobre as lições que podem ser extraídas a partir desses dois estudos de caso.

2 REVISANDO O DEBATE

2.1 A ortodoxia da liberalização da conta de capitais: uma revisão crítica dos argumentos

Na teoria do bem-estar neoclássica, os benefícios potenciais da mobilidade internacional de capitais são claros. Com base nessa teoria, a liberalização da conta de capitais é justificada com base nos seguintes argumentos principais.

2. Portanto, não se segue a atual classificação do Fundo Monetário Internacional (FMI), que inclui a Coreia do Sul no grupo de economias asiáticas recentemente industrializadas.

3. Na metodologia do balanço de pagamentos proposta pelo FMI – adotada pela maioria dos países, inclusive pelo Brasil –, a conta de capitais (*capital account*) passou a ser denominada de *conta financeira*. Contudo, a expressão *capital account* continuou sendo utilizada nas publicações em língua inglesa sobre o tema. Assim, optou-se por manter o termo empregado na versão original em inglês.

O primeiro argumento sustenta que o comércio intertemporal – ou seja, as trocas de ativos financeiros – permitiria a suavização do consumo intertemporal. Isto porque a absorção de poupança externa possibilitaria que o aumento do investimento e do consumo interno fosse maior do que a poupança doméstica, hiato que seria revertido no futuro via aumento do volume de bens produzidos e/ou da produtividade (Dooley, 1996). O segundo argumento afirma que, dadas as diferenças nas dotações de capitais, os fluxos de capitais dos países ricos (relativamente abundantes em capitais) para os países pobres (relativamente abundantes em trabalho) permitiriam o relaxamento das restrições de capitais nas economias em desenvolvimento. O aumento da oferta de capitais levaria a maiores taxas de crescimento e reduziria o preço dos capitais – isto é, conduziria à paridade entre as taxas de juros no longo prazo, além de permitir a difusão internacional de novas tecnologias (World Bank, 2001).⁴ O terceiro argumento defende que a alocação internacional de capitais possibilitaria melhor diversificação dos riscos,⁵ o que permitiria o financiamento de projetos de maior risco e, ao mesmo tempo, o aumento da diversificação real e financeira do lado do receptor.

No entanto, as pesquisas empíricas e as experiências recentes não corroboram esses argumentos. Em particular, as crises financeiras nas economias emergentes, ao longo da década de 1990 – que foram precedidas por processos de abertura financeira, absorção e posterior reversão de volumes expressivos de fluxos de capitais internacionais –, levaram ao questionamento dos efeitos potencialmente benéficos listados anteriormente. Como destaca o Banco Mundial: “Apesar da vasta literatura existente, não há consenso sobre o impacto líquido da plena liberalização da conta de capitais sobre o crescimento, a pobreza ou a volatilidade; ou seja, se este é ou não favorável” (World Bank, 2001, p. 20, tradução nossa).

De fato, a evidência empírica sobre a alta volatilidade dos fluxos internacionais de capitais convenceu vários economistas de destaque (Bhagwati, 1998; Williamson, Griffith-Jones e Gottschalk, 2003; Williamson, 2005; Rodrik, 2008) dos problemas relacionados à mobilidade desses fluxos.⁶

4. Vale lembrar que, na visão ortodoxa, a taxa de juros é um fenômeno real, determinado pela interação entre poupança e investimento.

5. Tobin expressou muito claramente essa questão quando ganhou o Prêmio Nobel de Economia em 1981, pela sua teoria de portfólio (Fettig, 1996).

6. Uma revisão mais recente da literatura (Gallagher, 2012) confirma a visão crítica de que a liberalização da conta de capital não está correlacionada com o crescimento, mas sim com o aumento da instabilidade financeira.

Ao mesmo tempo, uma vertente relevante da literatura continuou a considerar a liberalização da conta de capitais a melhor solução. As principais publicações do FMI antes da crise financeira global (Rogoff *et al.*, 2004; Kose *et al.*, 2006; IMF, 2008) reconheceram os riscos e os custos potenciais em termos de instabilidade financeira e volatilidade macroeconômica global, mas ainda defendiam essa liberalização em função de seus “efeitos colaterais”: em ambiente de livre mobilidade de capitais, os mercados financeiros internacionais poderiam impor disciplina às políticas econômicas, desencadeando forças que resultariam em melhor governo e governança corporativa; com isso, levariam ao desenvolvimento financeiro. Assim, dois pressupostos foram mantidos. Por um lado, os mercados financeiros sempre agiriam de forma racional, com base em informações completas e com capacidade de avaliar a interação complexa de riscos microeconômicos e macroeconômicos. Por outro lado, existiria um conjunto ótimo de políticas – definidas pelos agentes privados –, adequado para todos os países, apesar de suas diferenças em termos de história e instituições.

Contudo – até mesmo no âmbito dos defensores da liberalização dos fluxos de capitais –, emergiu um amplo consenso de que a abertura financeira deveria ser necessariamente combinada com a regulação financeira prudencial e a gestão de riscos e que essas políticas deveriam ser adotadas de forma cuidadosa e sequencial (Mussa *et al.*, 1998; World Bank, 2001).

A integração financeira internacional não aumentou a volatilidade macroeconômica ou a frequência de crises em países com sistemas financeiros nacionais bem desenvolvidos e com grau relativamente elevado de aperfeiçoamento institucional; tem, no entanto, aumentado a volatilidade nos países que não conseguiram cumprir esses pré-requisitos ou limites (...). A abordagem “integrada” do FMI (...) prevê um sequenciamento gradual e ordenado de liberalização financeira externa e enfatiza a conveniência de reformas complementares no arcabouço das políticas macroeconômicas e do sistema financeiro nacional, como componentes essenciais de estratégia bem-sucedida de liberalização (IMF, 2008, p. 3, tradução nossa).

No entanto, não havia critérios claros a respeito das pré-condições para a liberalização financeira externa, uma crítica que a Agência de Avaliação Independente (Independent Evaluation Office – IEO), do FMI, também formulou (IMF, 2005). A estabilidade financeira foi assumida como uma das condições fundamentais para essa liberalização – como sugerido pelos resultados empíricos –, enquanto a integração financeira internacional foi considerada a melhor estratégia para alcançar esse objetivo. Em sua abordagem “integrada” ou de “sequenciação”, o fundo – ao mesmo tempo – deu prioridade máxima à reforma do

setor financeiro ao recomendar a liberalização dos fluxos de capitais (IMF, 2008, p. 14). Contudo, essa instituição continuou não esclarecendo, de forma satisfatória, as interdependências entre a baixa estabilidade financeira existente, os elevados esforços de reforma nesse campo e a liberalização simultânea desses fluxos (Priewe, 2011).

2.2 Da liberalização financeira radical para a gestão dos ingressos de capitais: a mudança de posições no FMI

Como antes da crise, no *boom* pós-crise dos fluxos de capitais, as moedas e os ativos de vários países emergentes tornaram-se, mais uma vez, alvo das operações de *carry trade* – devido aos diferenciais entre as taxas de juros internas e externas – e de outras modalidades de fluxos de capitais especulativos. Esse *boom* – somado à nova fase de alta dos preços das *commodities* e à rápida superação do efeito-contágio da crise financeira global – resultou em altas taxas de crescimento, aceleração da inflação, excessiva valorização das moedas e/ou bolhas nos mercados de ativos em várias economias emergentes (Akyüz, 2011; BIS, 2010). Nesse contexto, os governos dessas economias depararam-se com dilemas de política econômica: a adoção de política monetária restritiva ajudaria a conter o crescimento e as pressões inflacionárias, mas incentivaria ainda mais os ingressos de capitais de curto prazo, o que, por sua vez, fomentaria o aumento dos preços dos ativos e a apreciação cambial, agravando o risco de futuras paradas súbitas (*sudden stops*) desses fluxos e crises financeiras subsequentes.

Preocupado com o volume e a volatilidade dos fluxos de capitais e suas consequências potencialmente negativas para as economias emergentes, o FMI realizou uma mudança gradual em sua posição oficial sobre os controles de capitais (IMF, 2010; 2011a; 2012b; Ostry *et al.*, 2010; 2011a), que resultou em uma nova visão institucional, em dezembro de 2012 (IMF, 2012b), especialmente no que diz respeito à regulação dos fluxos de ingresso de capitais.⁷ De acordo com essa nova visão, os recentes fluxos de capitais responderiam, fundamentalmente, aos diferenciais de juros, sendo, assim, de natureza temporária. Com isso, as economias receptoras estariam vulneráveis a potenciais paradas súbitas e reversões dos fluxos, no caso de mudança nos patamares das taxas de juros das economias avançadas.

7. O FMI continua muito mais cauteloso em relação à regulação da saída de capitais, que passou a ser considerada útil apenas durante períodos de crise e como complemento das políticas de ajuste mais fundamentais (IMF, 2012a). A seguir – devido ao limite de espaço –, aborda-se somente a regulação dos fluxos de ingresso de capitais, que esteve no centro do debate na fase de *boom* do ciclo pós-crise e foi adotada pelos países selecionados para os estudos de casos Brasil e Coreia do Sul.

A preocupação de que os investidores estrangeiros possam estar sujeitos ao comportamento de manada e ao excesso de otimismo fortaleceu-se, e mesmo quando os fluxos são fundamentalmente sólidos, reconhece-se que podem contribuir para danos colaterais (Ostry *et al.*, 2010, p. 4, tradução nossa).

A principal preocupação subjacente à recente mudança na posição do FMI é que ingressos excessivos de capitais podem desencadear uma série de efeitos negativos, que podem exceder os *custos de distorção* (*distortionary costs*) para a economia doméstica, geralmente apontados como um dos principais custos dos controles de capitais. Esses efeitos podem ser múltiplos: primeiro, uma apreciação da moeda local para além do nível de equilíbrio; segundo, custos fiscais de acúmulo de reservas internacionais além do patamar adequado; terceiro, criação de pressões inflacionárias no caso de esterilização incompleta; e quarto, aumento da fragilidade financeira devido à criação de bolhas de preços de ativos – como no mercado imobiliário ou no acionário –, que é ampliada por descasamentos de prazos ou entre moedas, associados a ingressos de recursos externos de curto prazo.

No primeiro documento, uma *staff position note* de fevereiro de 2010 (Ostry *et al.*, 2010), que desde então tem recebido atenção significativa de acadêmicos e formuladores de políticas,⁸ os autores do FMI definiram claramente a aplicação de controles sobre os fluxos de entrada de capitais como medida de último recurso – ou seja, quando todas as outras políticas macroeconômicas forem esgotadas:

Argumenta-se que se a economia estiver operando próximo do potencial, se as reservas forem adequadas, se a taxa de câmbio não estiver subvalorizada e se os fluxos tenderem a ser transitórios, então os controles sobre os influxos de capitais – em conjunto com o ajuste da política macroeconômica e medidas prudenciais – podem proveitosamente constituir parte do conjunto de ferramentas de políticas (Ostry *et al.*, 2011b, p. 562, tradução nossa).

O FMI formula duas preocupações principais para justificar essa abordagem altamente cautelosa. Em primeiro lugar, a gestão dos fluxos de capitais não deve ser utilizada como solução alternativa aos processos de ajustamento e reformas que são considerados necessários. Essa preocupação se aplica especialmente às recomendações

8. Rodrik (2010), ao comentar a mudança na avaliação do FMI sobre os controles de capitais, a chamou de o fim de uma era nas finanças.

de políticas convencionais, tais como políticas fiscais equilibradas e políticas monetárias orientadas para a estabilização dos preços. Se, por exemplo, um *deficit* fiscal pró-cíclico faz com que o banco central aumente as taxas de juros, a fim de contrabalançar os potenciais efeitos inflacionários do aumento da demanda pública, o gasto público deve ser controlado e/ou os impostos, elevados. Argumenta-se que a adoção dessas medidas – em vez de controles de capitais – poderia permitir flexibilização da política monetária, o que, em seguida, levaria a uma diminuição dos ingressos de capitais, devido à redução do diferencial entre as taxas de juros interna e externa (IMF, 2011a, p. 7).

Em segundo lugar, o FMI formula uma ressalva importante para os potenciais efeitos multilaterais de controles de capitais utilizados por países individuais. Como estes poderiam bloquear o ajuste de moedas subvalorizadas em economias emergentes, são percebidos como possível ameaça, que pode aumentar ainda mais os desequilíbrios globais. Além disso, controles impostos por alguns países podem ter externalidades negativas na forma de repercussões sobre países vizinhos. Mesmo que não haja nenhuma evidência empírica inequívoca,⁹ controles de capitais exitosos – de acordo com esse argumento – podem desviar os fluxos internacionais para outras economias emergentes que não estão dispostas ou não são capazes de estabelecer tais controles, e podem ser ainda menos capazes de absorver tais fluxos.

Desde sua publicação inicial sobre o tema, o FMI produziu vários trabalhos (*policy and background papers*) a fim de aperfeiçoar esse novo arcabouço sobre os controles de capitais (IMF, 2010; 2011a; 2011b; 2012b; Ostry *et al.*, 2011a), alguns dos quais envolveram estudos de casos nacionais (IMF, 2011a; 2011b). Esses documentos aderem à rigorosa formulação das pré-condições macroeconômicas que devem ser cumpridas, como já referido, e visam definir de forma mais precisa os termos e os conceitos para gestão adequada dos ingressos de capitais. Além disso, introduzem algumas modificações no que diz respeito aos primeiros trabalhos, principalmente no sentido de serem menos rígidos em relação às pré-condições e à hierarquia das medidas a serem adotadas.

9. Enquanto o FMI (IMF, 2011b) considera que as repercussões das medidas de gestão dos fluxos de capitais (CFMs) são bastante pequenas, Forbes *et al.* (2011) argumentam que os controles de capitais podem desviar os fluxos internacionais para terceiros países que não adotam tais medidas. Eles rotulam esse efeito de *bubble thy neighbour* ("inflar o vizinho").

Muito esforço foi realizado nesses trabalhos para dar uma definição clara à regulação dos fluxos de capitais – como um instrumento temporário e adotado apenas em circunstâncias excepcionais – no âmbito de uma abordagem mais ampla de liberalização da conta de capitais. Primeiro, os controles de capitais são definidos como medidas discriminatórias entre residentes e não residentes. Essa definição jurisdicional (em vez de um conceito funcional), introduzida por Ostry *et al.* (2011a, p. 11) e utilizada em todas as publicações posteriores do FMI sobre o tema, foi proposta pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (OECD, 2009) em seu *Código de liberalização dos movimentos de capitais*. Essa definição considera controles de capitais somente aqueles que discriminam entre residentes e não residentes.¹⁰

Com base nessa definição, em seu “possível arcabouço de política” (IMF, 2011a, p. 5 e 40), o FMI estabelece hierarquia tripla entre os instrumentos para gerir os fluxos de capitais. O fundo argumenta que as políticas macroeconômicas devem ser sempre aplicadas em primeiro lugar e até a exaustão. Também propõe hierarquia clara entre a regulação prudencial do sistema bancário doméstico – que pode afetar os fluxos transfronteiriços intermediados por instituições financeiras residentes – e os controles de capitais – definidos como medidas que restringem as transações de capitais entre residentes e não residentes, já que estes podem, a partir da perspectiva de bem-estar, ter efeitos distorcivos maiores do que essa regulação. No entanto, a distinção entre regulação prudencial e controles de capitais adequados é, em muitos casos, difícil de ser feita. Por exemplo, uma medida que limite a exposição de bancos residentes a clientes domésticos com dívida em moeda estrangeira sem cobertura (*hedge*) cambial, que discrimina com base na denominação de moeda em vez da residência, seria considerada regulação financeira prudencial, mesmo que tenha efeito sobre os ingressos de capitais e, assim, emule controle de capital.

Os problemas derivados da adoção de definição jurisdicional extremamente estreita foram, de alguma forma, superados pela introdução do novo termo *medidas de gestão de fluxos de capitais* (CFMs – *capital flow management measures*), utilizado em todas as publicações posteriores do FMI, no lugar de *controle de capitais*.

10. Ostry (2011a, p. 11) afirma que não existe apenas uma definição, legal e geralmente aceita, de controles de capitais, considerando-se que – no sentido mais amplo – se trata de medidas destinadas a afetar o movimento transfronteiriço de capitais. A seguinte explicação para a adoção desse critério de jurisdição é fornecida pelo FMI (IMF, 2011a, p. 45, tradução nossa): “Essa priorização de medidas leva em conta as preocupações de economia política e institucional decorrentes do padrão geral de justiça que um país-membro espera que seus residentes desfrutem, como resultado de sua participação em um arcabouço multilateral”.

De especial relevância aqui é o documento já mencionado com o “possível arcabouço de política” (IMF, 2011a; Ostry *et al.*, 2011a) e a versão final desse arcabouço, que define um conjunto de diretrizes (IMF, 2012b). Duas explicações para a escolha desse novo termo são fornecidas. Em primeiro lugar, evitar o termo pejorativo de “controles”. Em segundo, fornecer uma definição mais ampla, que vai além do conceito estritamente legal de controles de capitais.

CFMs são, assim, definidas como a soma das medidas especificamente concebidas para limitar os fluxos de capitais, que envolvem medidas baseadas no *status* de residência e na denominação monetária, bem como outras regulações, tais como períodos de retenção mínimos e impostos sobre investimentos específicos, normalmente aplicados ao setor não financeiro (IMF, 2011a, p. 6 e 40).

Até mesmo com essa definição mais abrangente e uma visão mais adequada dos conceitos de regulação do setor financeiro doméstico e dos fluxos transfronteiriços, o FMI (IMF, 2012b) – até a publicação do seu arcabouço definitivo de políticas – continuou insistindo nessa hierarquia, na qual a igualdade de tratamento entre investidores, independentemente da sua residência, é a maior prioridade. Também introduziu outra distinção entre as medidas que podem, potencialmente, ter efeito macroeconômico e multilateral de amortecer a apreciação cambial e outras medidas de caráter prudencial. Enquanto estas podem ser utilizadas de forma permanente, aquelas devem ser adotadas apenas como a segunda linha de defesa e por períodos limitados.

Essa distinção altamente confusa – e, portanto, a hierarquia tripla – só foi flexibilizada na versão final do novo arcabouço do FMI, na qual os autores admitem a possibilidade de sobreposição entre as *medidas de gestão de fluxos de capitais* e as *medidas macroprudenciais*, definidas como instrumentos prudenciais destinados a limitar o risco financeiro sistêmico e manter a estabilidade do sistema financeiro. Por exemplo, quando os fluxos de capitais são a fonte de risco sistêmico do setor financeiro, os instrumentos utilizados para lidar com esses riscos podem ser considerados tanto *medidas de gestão de fluxos de capitais* como *medidas macroprudenciais* (IMF, 2012b, p. 21). Isso também se aplica à preferência por controles baseados em preço (*price-based*) sobre aqueles baseados em quantidade (*quantity-based*). Na versão de 2011, os primeiros eram vistos como mais transparentes e, portanto, superiores em comparação aos últimos; essa distinção foi abandonada na versão final.

2.3 Regulação permanente e integrada dos mercados financeiros nacionais e internacionais: uma crítica à proposta de gestão temporária dos fluxos de capitais

De fato, expressivos avanços foram efetuados pelo FMI em sua posição sobre a gestão dos fluxos de capitais, instituição que, até muito recentemente, minimizava os efeitos adversos de fluxos de capitais elevados e voláteis. O fundo tem mudado no sentido de reconhecer os riscos potenciais de surtos de entradas de capitais em termos de aumento da fragilidade financeira, de limitação do grau de autonomia das políticas macroeconômicas e, assim, da utilidade dos controles de capitais – ou das CFMs – em determinadas circunstâncias. Essas mudanças representam enorme avanço, que não deve ser subestimado.

Embora a nova visão institucional do FMI seja apenas incrementalmente diferente da identificada pelo Independent Evaluation Office (IEO) dessa instituição na avaliação divulgada em 2005 (IME, 2005), é muito mais detalhada sobre a natureza da liberalização das contas sw capitais, as condições específicas para o uso de controles de capitais, os graus mínimos de desenvolvimento financeiro e econômico doméstico que devem ser alcançados antes desta liberalização bem como a sequência deste processo (Gallagher, 2013).

Contudo, na perspectiva aqui adotada, esse novo arcabouço de políticas contém vários problemas. Em primeiro lugar, por meio da definição das *medidas de gestão de fluxos de capitais* como instrumento temporário incorporado à estratégia global de abertura financeira, o FMI insiste nas vantagens gerais da liberalização financeira, que estabelece sérios limites ao grau de autonomia das políticas dos países emergentes. Em segundo lugar, o caráter assimétrico do contexto global coloca a maior parte do ônus da gestão dos fluxos de capitais sobre os países receptores. Em terceiro lugar, o fundo continua defendendo a separação entre a regulação financeira prudencial permanente – referida como *medidas macroprudenciais* – e CFMs apenas temporárias. Defende-se que essa discriminação não é viável, especialmente nas economias emergentes. Como detalhado a seguir, as moedas dessas economias têm uma posição subordinada no sistema monetário internacional, porque não são divisas,¹¹ o que aumenta os potenciais efeitos nocivos dos fluxos de capitais sobre a fragilidade financeira e a gestão macroeconômica doméstica.

11. Utilizam-se aqui os conceitos de moeda e de divisa propostos por Aglietta (1986): a moeda é soberana no seu espaço nacional, tornando-se uma divisa quando ultrapassa as fronteiras nacionais e passa a circular em âmbito internacional.

Quanto ao primeiro aspecto (caráter temporário, não permanente, das CFMs), o FMI enfatiza as vantagens gerais da liberalização financeira. Não é ocasional que o arcabouço definitivo de política que contém a visão oficial (IMF, 2012b) seja intitulado *A liberalização e a gestão dos fluxos de capitais* (*The liberalization and management of capital flows*). Mesmo que diferenças entre os países em relação ao momento de adoção e à sequência de CFMs sejam admitidas, o fundo assume que “a liberalização bem concebida dos fluxos de capitais pode auxiliar os países a usufruir os benefícios, não incorrer nos custos de ‘medidas de gestão de fluxos de capitais’ e contribuir para o alcance dos objetivos econômicos-chave” (*op. cit.*, p. 11, tradução nossa).

Assim, os pressupostos teóricos relacionados aos mercados financeiros liberalizados permanecem fundamentalmente intocados, sendo suspensos apenas em períodos “excepcionais” de fluxos elevados e voláteis.¹² Ao definir CFMs como instrumento temporário, a nova abordagem do FMI estabelece sérios limites ao grau de autonomia de política dos países emergentes e, assim, à adoção de medidas adequadas às necessidades específicas de cada país.

Em uma perspectiva alternativa, aqui sustentada, os controles de capitais nas economias emergentes deveriam integrar de forma permanente o conjunto de instrumentos de política. Isto porque essas economias são mais vulneráveis a choques externos – originados no comércio exterior e no mercado financeiro internacional – que as economias avançadas, devido a um menor nível de diversificação econômica e um maior grau de fragilidade financeira, decorrente da posição inferior das suas moedas no sistema monetário internacional – mencionada anteriormente – e da própria dinâmica dos fluxos de capitais, determinados, principalmente, por fatores externos.¹³ Para que os controles de capitais façam parte de política macroeconômica anticíclica, a fim de amenizar esses ciclos e reduzir a instabilidade financeira, um país precisa ter autoridade permanente para regular os fluxos de capitais. De acordo com essa perspectiva, controles de capitais devem integrar – em igualdade de condições –, um pacote global, que compreenda políticas macroeconômicas (flexibilidade da taxa

12. Essa posição também se torna evidente com a recomendação para maior liberalização financeira em países como China e Índia (IMF, 2012a, p. 1).

13. Em um *working paper* do FMI lançado em agosto de 2013 (Bluedorn *et al.*, 2013), baseado em uma análise de painel de fluxos brutos e líquidos para uma amostra de 147 economias durante o período 1980-2011, os autores concluem que fatores externos (os chamados fatores *push*) desempenham papel fundamental na dinâmica de fluxos líquidos de capitais para economias emergentes. Em outras palavras, os fluxos líquidos para os mercados emergentes foram maiores em ambiente de baixas taxas de juros globais e redução da aversão ao risco (*op. cit.*, p. 27).

de câmbio, manutenção de reservas internacionais adequadas e esterilização) e regulação financeira prudencial (Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo, 2012; Batista Júnior, 2012; Priewe, 2011; Rodrik, 2010; Cordero e Montecino, 2010). Em outras palavras, há necessidade clara de adoção de vários instrumentos, sem qualquer hierarquia e pré-condições, em vez de abordagem seletiva e ranquiada (Mohan, 2012).

Em relação ao segundo aspecto – como destaca Gallagher (2012) –, um importante avanço da nova visão institucional do FMI é a consideração mais ampla dos aspectos multilaterais de regulação dos fluxos de capitais, tais como os impactos (*spillover effects*) das políticas adotadas nos países de origem dos fluxos e a falta de coerência entre suas diretrizes e os acordos de comércio e investimento (IMF, 2011b; 2012b). No entanto, o fundo ainda deixa a maior parte do ônus para as economias emergentes (países receptores), uma vez que não especifica as medidas que os países de origem devem adotar no sentido de contribuir para a gestão global dos fluxos de capitais, bem como oferece pouca orientação sobre como os países devem cooperar para a regulação desses fluxos e como devem responder às recomendações e às regras conflitantes estabelecidas pelo FMI e por outros compromissos internacionais.

Essa distribuição assimétrica do ônus do ajuste e da regulação resultou em alguma resistência entre as economias emergentes, o que tornou menos provável que o FMI seja capaz de utilizar as orientações em suas avaliações anuais das economias e das políticas dos países-membros, conhecidas como consultas ao abrigo do art. IV (Estatuto do FMI). O representante do Brasil no fundo, Paulo Nogueira Batista Júnior, criticou o novo arcabouço de política como “inoportuno e desnecessário”, por dar consideração insuficiente aos fatores externos (*push*) ou às políticas nas principais economias avançadas, que produzem fluxos financeiros excessivos e muitas vezes disruptivos (Batista Júnior, 2012, p. 99).

Finalmente, no que se refere ao terceiro aspecto, o FMI, em sua nova visão institucional, continua discriminando entre *medidas de gestão de fluxos de capitais* e *medidas macroprudenciais*, embora de uma forma menos explícita. Enquanto as CFMs devem ser “transparentes, orientadas, temporárias e preferivelmente não discriminatórias” (IMF, 2012, p. 20, tradução nossa), nenhuma restrição é aplicada às *medidas macroprudenciais*. Contudo, nas economias emergentes, a sobreposição entre essas duas classes de regulação é a regra e não a exceção, como suposto nesse arcabouço. No caso dessas economias, cujas moedas não são divisas, os ciclos de expansão e contração dos fluxos de capitais são as principais fontes de instabilidade financeira. A não aceitação das suas moedas em âmbito internacional tem três implicações que aumentam os

potenciais efeitos negativos desses fluxos em termos de fragilidade financeira e de gestão macroeconômica: descasamento de moedas nos empréstimos estrangeiros, maior volatilidade da taxa de câmbio e maior influência na dinâmica dos mercados financeiros domésticos, especialmente quando estes são bastante abertos. Consequentemente, uma bifurcação entre controles de capitais e regulação financeira prudencial muitas vezes não pode ser mantida na prática.

Na verdade, a regulação dos fluxos de capitais precisa englobar políticas multifacetadas, que incluem controles de capitais e mecanismos financeiros prudenciais, na medida em que nenhum desses instrumentos individualmente é suficiente para alcançar os dois principais objetivos dessas regulamentações nas economias emergentes: *i)* limitar a fragilidade financeira associada às reversões dos fluxos de capitais; e *ii)* aumentar o grau de autonomia das políticas para exercer controle sobre variáveis macroeconômicas importantes, tais como taxa de câmbio e taxa de juros, principalmente para permitir a implementação de políticas anticíclicas. Além disso, muitas vezes, há expressiva sinergia entre os dois tipos de regulação bem como entre estes e a política macroeconômica, como será mostrado nos estudos de caso sobre a Coreia do Sul e o Brasil. Por exemplo, alguns instrumentos de regulação financeira prudencial – tais como limites sobre operações em moeda estrangeira dos bancos – funcionam na prática como controles de capitais, enquanto alguns desses controles – como a tributação sobre empréstimos estrangeiros – contribuem para reduzir os riscos financeiros sistêmicos (Epstein, Grabel e Jomo, 2004). Ademais, a regulação prudencial e alguns tipos de controles de capitais destinados a desacelerar a expansão do crédito, ou a desinflar bolhas de ativos, podem contribuir para o controle da inflação, o que auxilia a política macroeconômica e aumenta sua eficácia (Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro, 2010).

Como esses efeitos de sinergia e sobreposição são especialmente relevantes em economias emergentes, com elevado grau de abertura financeira e mercados financeiros domésticos sofisticados, optou-se pela adoção da abordagem de Epstein, Grabel e Jomo (2004), que propõem o termo *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais* (*capital management techniques*),¹⁴ que englobam as regulações financeiras prudenciais e os controles de capitais – definidos de forma funcional. Como esses autores apontam,

14. Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo (2012, p. 5) preferem utilizar o termo *regulação da conta de capital* (*capital account regulation*), que compreende controles de capitais – sobre entradas e saídas – e regulação financeira prudencial. De acordo com esses autores, esse tipo de regulação pertenceria ao conjunto mais amplo de regulação financeira.

a eficácia de qualquer instrumento de gestão amplia a eficácia de outros instrumentos e melhora a eficácia de todo o regime de gestão de fluxos de capitais. Por exemplo, certas regulações financeiras prudenciais ampliam a efetividade dos controles de capitais – e vice-versa. Nesse caso, o efeito estabilizador da regulação prudencial reduz a necessidade de uma forma mais rigorosa de controle de capitais. Assim, um programa de instrumentos complementares de gestão dos fluxos de capitais diminui a severidade necessária de qualquer instrumento e amplia a eficácia do regime de controle financeiro (Gabel e Jomo, 2004, p. 6, tradução nossa).

Ao adotar esse conceito de controles de capitais como parte de abordagem mais ampla de *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais*, atém-se à ideia geral de que esses instrumentos se concentram nos dois objetivos de regulação dos fluxos de capitais mencionados anteriormente. Coloca-se também especial ênfase no fato de que há retroalimentação importante entre esses dois objetivos: a apreciação da moeda doméstica estimula posições especulativas – por exemplo, em derivativos cambiais –, o que ameaça a estabilidade financeira. Portanto, a capacidade de manter a taxa de câmbio em patamar competitivo (segundo objetivo) contribui para a estabilidade financeira (primeiro objetivo). Embora em alguns contextos os dois objetivos sejam relevantes e tenham dimensão anticíclica, em outros, os formuladores de políticas podem enfrentar apenas o dilema macroeconômico. Esse é o caso dos investimentos de portfólio de não residentes em títulos denominados em moeda doméstica, que não resultam em descasamento de moeda e potenciais riscos financeiros para os agentes residentes, pois o risco cambial permanece com o investidor externo. No entanto, a demanda por moeda nacional cria pressão em prol da sua apreciação, que ameaça o desempenho das exportações de um país e, portanto, sua estabilidade macroeconômica.

A fim de analisar a eficácia dos *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais* nos estudos de caso apresentados na próxima seção, é importante identificar as particularidades e esclarecer as diferenças entre controles de capitais e regulação financeira prudencial no que diz respeito aos seus impactos sobre os fluxos de capitais e os mercados financeiros domésticos.

Definem-se controles de capitais como um conjunto de instrumentos de regulação financeira – com base em preço ou quantidade, em residência ou moeda – que incidem sobre todas as modalidades dos fluxos transfronteiriços (entradas e saídas de investimentos de portfólio, investimento direto e empréstimos bancários) e que, portanto, podem estar total ou parcialmente fora do âmbito da regulação financeira

prudencial. Além disso, esses controles podem influenciar decisões de alocação de portfólio de não residentes (investidores estrangeiros), de empresas e de instituições financeiras residentes. Em contrapartida, a regulação financeira prudencial abrange instrumentos regulatórios que afetam o balanço – ativo e passivo – das instituições financeiras residentes. Assim, esse último tipo de regulação dos fluxos de capitais afeta somente as decisões de portfólio dessas instituições que estão sujeitas às exigências de capitais – com base nos ativos ponderados pelos riscos – negociadas nos Acordos de Basileia e/ou em outras regras estabelecidas pela autoridade reguladora doméstica – na maioria dos países, o banco central. Vale ressaltar que em muitos países os bancos são a única classe de instituição financeira sujeita à regulação financeira prudencial.

Adicionalmente, os estudos de caso apresentados a seguir revelam que até mesmo esse tipo de conceito amplo pode não incluir todas as regulações necessárias para gerir eficazmente as realocações de portfólio de investidores residentes e não residentes e seus impactos. O terceiro tipo de regulação, que incide sobre derivativos cambiais, também pode ser requerido ao lado da regulação dos fluxos de capitais. Tais regulações se tornam especialmente relevantes em alguns países caracterizados por elevado grau de abertura financeira e mercados de derivativos cambiais desenvolvidos – por exemplo, o Brasil. Denominam-se aqui esses instrumentos de *instrumentos de gestão dos derivativos cambiais*.

3 ESTUDOS DE CASO: COREIA DO SUL E BRASIL APÓS A CRISE FINANCEIRA GLOBAL

Apesar dos recentes avanços na literatura sobre controles de capitais e regulação dos fluxos de capitais, as experiências de países – bem como muitos estudos de caso comparativos, como é o caso de Ariyoshi *et al.*, 2000; Herr e Priewe, 2006; e Magud, Reinhart e Rogoff, 2011 –, antes e após a crise financeira global – por exemplo, Klein (2012) –, indicam que o desenho dessa regulação – ou seja, a escolha dos instrumentos de gestão apropriados a cada situação, é altamente complexo, pois depende de um conjunto de fatores macroeconômicos, institucionais e estruturais, tais como o grau de abertura financeira, a composição dos fluxos de capitais e as características dos mercados cambiais e financeiros.

A fim de compreender melhor a lógica por detrás de cada tipo de instrumento da regulação dos fluxos de capitais (controles de capitais e regulação financeira prudencial),

torna-se necessário complementar a discussão conceitual e analítica realizada na seção anterior com estudos de caso da Coreia do Sul e do Brasil. Esses países enfrentaram dilemas de política econômica e recorreram a essa regulação – e, no caso do Brasil, também à regulação dos derivativos cambiais – para lidar com o *boom* de fluxos de capitais direcionados às economias emergentes após a crise financeira global de 2008 e com as diferentes estratégias de especulação cambial realizadas pelos investidores globais, que buscavam usufruir os elevados diferenciais entre as taxas de juros doméstica e internacional, entre as quais se destaca a operação denominada *derivatives carry trade*, que pode ser traduzida como *operação de carry trade mediante derivativos*.

Ao contrário do observado no contexto pré-crise, as economias emergentes – até mesmo aquelas com *deficit* em conta corrente – mostraram-se dispostas a adotar instrumentos de regulação dos ingressos de capitais. Como Rodrik (2006, p. 12, tradução nossa) apontou, durante o período 2003-2007, esses países “sobreinvestiram na custosa estratégia de acumulação de reservas e subinvestiram em políticas de gestão da conta de capitais”. Além do custo fiscal, o uso dessa estratégia para conter a apreciação cambial pode levar a bolhas de crédito e de preços dos ativos (*overshooting*), cujas consequências negativas foram reveladas pela crise financeira global. Como mostram as experiências da Coreia do Sul e do Brasil, analisadas a seguir, vários países emergentes extraíram lições da crise, que mostrou que a acumulação de reservas é insuficiente para neutralizar os efeitos adversos da globalização financeira e da apreciação cambial excessiva.

Os seguintes critérios guiaram a seleção dos estudos de caso. Em primeiro lugar, as semelhanças entre as estratégias de regulação dos fluxos de capitais do Brasil e da Coreia do Sul antes da crise global, que combinou elevado grau de abertura financeira com política agressiva de acumulação de reservas no âmbito de regime macroeconômico baseado nas políticas de flutuação cambial suja¹⁵ e de metas de inflação. Em ambos os países, a apreciação da moeda nacional foi o principal mecanismo utilizado para conter as pressões inflacionárias, garantindo a eficiência dessa estratégia de política monetária. Não obstante, essa opção teve como efeito colateral negativo a queda na competitividade das exportações, o que levou muitas empresas a procurarem cobertura (*hedge*) cambial e/ou ganhos especulativos, na tentativa de compensar a menor rentabilidade das exportações. Em segundo lugar, ambos os países possuem mercados de ações, de títulos públicos e de derivativos cambiais líquidos e profundos, embora com características institucionais específicas. Como mostram Mihaljek e Packer (2010, p. 51), Brasil e

15. Regime de taxas de câmbio flutuante em que o governo ou o banco central do país ocasionalmente intervém a fim de reduzir a volatilidade ou mudar a direção do valor da moeda do país.

Coreia do Sul dispõem dos maiores mercados de derivativos cambiais entre as economias emergentes. O forte efeito-contágio da crise financeira global sobre as moedas brasileira e sul-coreana decorreu exatamente da liquidez dos seus mercados cambiais, acionários e de derivativos. Ambos os países foram significativamente afetados pela crise, a despeito dos seus *superavit* em conta corrente até 2007 e de seus enormes estoques de reservas internacionais (Prates e Cintra, 2010). Em terceiro lugar, os dois países foram um dos principais destinos dos fluxos de capitais em busca de ganhos financeiros no *boom* pós-crise.¹⁶ Em quarto lugar, enquanto o grau de abertura financeira e o regime macroeconômico de cada país não mudaram fundamentalmente desde a crise financeira global, os formuladores de política no Brasil e na Coreia do Sul – e em outros países emergentes – recorreram à regulação dos fluxos de capitais para deter a tendência de apreciação cambial e/ou a formação de bolhas especulativas nos preços dos ativos – enquanto políticas monetárias e fiscais bastante restritivas foram adotadas para desacelerar a economia e conter as pressões inflacionárias.

Metodologicamente, os estudos de caso apoiam-se em estatísticas descritivas e na análise detalhada das medidas de regulação dos fluxos de capitais, considerando-se o contexto macroeconômico de cada país. Não se utilizam métodos econométricos, uma vez que o curto período considerado, assim como as frequentes mudanças na regulação e em outras variáveis (volumes e composição dos fluxos de capitais, devido a choques exógenos e nas políticas monetária e cambial domésticas) fazem com que a análise baseada em séries temporais não seja muito eficaz. Adicionalmente, as regulações, os volumes e a composição dos fluxos de capitais e as políticas monetárias e cambiais são interdependentes.¹⁷

16. Além do Brasil e da Coreia do Sul, os principais receptores de fluxos de capitais na recente expansão foram: África do Sul, Peru, Tailândia, Indonésia e Turquia (IMF, 2011a). Com exceção da África do Sul, que introduziu apenas medidas de liberalização dos fluxos de saída de capitais (Baumann e Gallagher, 2013), todos os demais utilizaram instrumentos de regulação dos ingressos de capitais. No entanto, o conjunto de medidas específicas (controles de capitais e/ou regulação financeira prudencial) variou devido à composição dos fluxos, ao grau de abertura financeira e às características dos mercados cambiais e financeiros domésticos. Além disso, a maioria das medidas foi adotada antes do lançamento – ou simultaneamente a este – da nova série de publicações do FMI sobre a gestão dos fluxos de capitais. Assim, defende-se que essas publicações foram principalmente uma resposta à nova abordagem das economias emergentes para lidar com os fluxos de capitais após a crise financeira global. Contudo, a nova abordagem do fundo pode ter deixado os países mais à vontade para adotar essa abordagem.

17. Curiosamente, nesse debate, o FMI fundamentou-se principalmente em estudos de casos qualitativos de um pequeno número de países – em vez de seguir sua tradição de apoiar-se em estudos econométricos baseados em séries temporais. O argumento apresentado, pelo menos indiretamente, é que “é difícil atribuir o impacto às medidas, inclusive porque é impossível saber o contrafactual” (IMF, 2011a, p. 34, tradução nossa).

3.1 Coreia do Sul

Como mencionado anteriormente, as experiências da Coreia do Sul e do Brasil na gestão dos fluxos de capitais foram muito semelhantes após as crises financeiras da década de 1990. Depois da crise de 1997, o governo sul-coreano decidiu ampliar a abertura financeira do país. Como Kim e Yang (2010) apontaram, foi eliminada a maioria das restrições ainda existentes sobre os fluxos de capitais.¹⁸ Durante a fase de *boom* pré-crise (2003-2007), a Coreia do Sul adotou a estratégia de acumulação de reservas e acelerou a retirada dos controles sobre investimentos de residentes no exterior a fim de conter pressões de apreciação, o que resultou na eliminação da maioria dos controles até 2007 (Baba e Kokenyne, 2011).

A retomada dos ingressos de capitais após a crise financeira global foi liderada pelos investimentos de portfólio nos mercados de títulos de dívida e ações e impulsionada tanto por fatores externos (circunstâncias pós-crise) como internos (rápida recuperação econômica e sólida situação macroeconômica). A dívida bancária de curto prazo, no entanto, manteve-se menor que no período pré-crise. A composição dos fluxos transfronteiriços foi consequência da estratégia de gestão dos fluxos de capitais lançada pelas autoridades sul-coreanas em novembro de 2009 para lidar com a nova expansão dos fluxos de capitais (gráfico 1 e quadro 1). Essa estratégia, por sua vez, foi moldada pelo enorme efeito-contágio que a crise financeira global desencadeou no sistema bancário sul-coreano.¹⁹ Vale ressaltar ainda que a Coreia do Sul foi o único país-membro da OCDE que adotou *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais* após a crise financeira global. Assim, as autoridades sul-coreanas foram capazes de lançar essas medidas, apesar das restrições impostas por essa organização.

No Brasil, a forte desvalorização da moeda da Coreia do Sul (won) no contexto da crise esteve associada, em grande medida, às operações com derivativos cambiais realizadas pelas empresas residentes. A forte alta da taxa de câmbio do won-dólar – ou seja, a depreciação da moeda sul-coreana, já que essa taxa corresponde ao preço do dólar, a moeda estrangeira – entre agosto de 2007 e outubro de 2008 foi resultado

18. Para mais detalhes sobre a liberalização da conta de capital da Coreia do Sul desde os anos 1980, ver Kim e Yang (2010).

19. Em 2009, o governo introduziu um plano de resgate de US\$ 130 bilhões para estabilizar o mercado financeiro doméstico; em especial, o mercado de câmbio, devido aos enormes passivos bancários em moeda estrangeira. Também foram adotadas outras políticas destinadas a reduzir os efeitos nocivos da crise sobre o sistema financeiro nacional (Prates e Cintra, 2010).

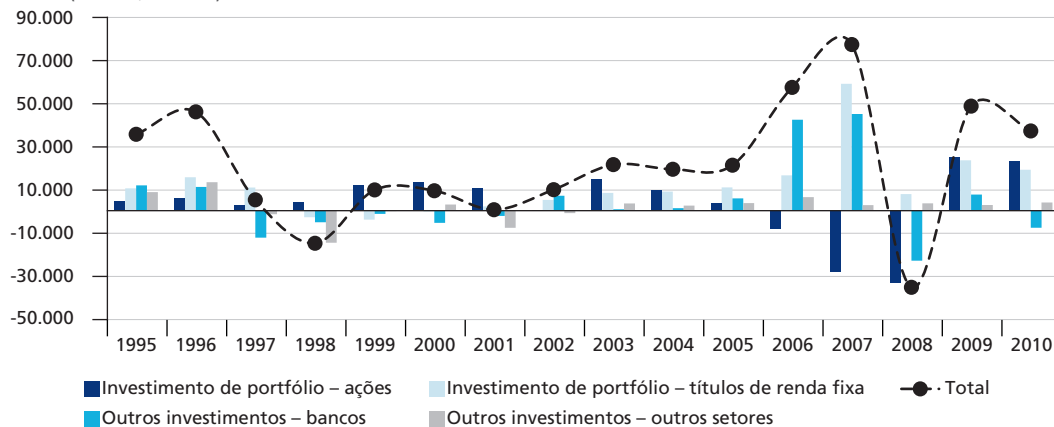
da relação entre as operações de derivativos cambiais efetuadas no mercado de balcão (*over the counter* – OTC) doméstico e o elevado volume de dívida externa de curto prazo contraída pelos bancos sul-coreanos (gráfico 2). Esse vínculo, por sua vez, decorreu do arcabouço institucional do mercado de derivativos cambiais da Coreia do Sul, no qual ganhos ou perdas eram liquidados em dólares (mercado *deliverable*), como é caso da maioria dos países – mas não do Brasil, como destacado na subseção 3.2.

Antes da crise, os bancos vendiam para empresas exportadoras – principalmente construtores navais – opções de câmbio denominadas *knock-in-knock-out* (Kiko), um exótico derivativo de balcão para a cobertura (*hedge*) contra a apreciação da moeda local em relação ao dólar. Como Dodd (2009) explica, essa opção permitiu às empresas vender dólares a uma taxa de câmbio won-dólar fixa – que é o preço do dólar – no caso em que a taxa de câmbio oscilasse em um intervalo pré-estipulado no contrato, proporcionando uma posição comprada em moeda local. Os ganhos potenciais das empresas nessas transações – no caso da apreciação do won – eram limitados, enquanto as perdas – na questão da depreciação do won –, não; na realidade, as perdas poderiam ser ampliadas – normalmente, o dobro da mudança na taxa de câmbio subjacente.²⁰

GRÁFICO 1

Coreia do Sul: principais modalidades de fluxos financeiros – líquido (1995-2010)

(Em US\$ bilhões)



Fonte: International Financial Statistics (IFS) do FMI.

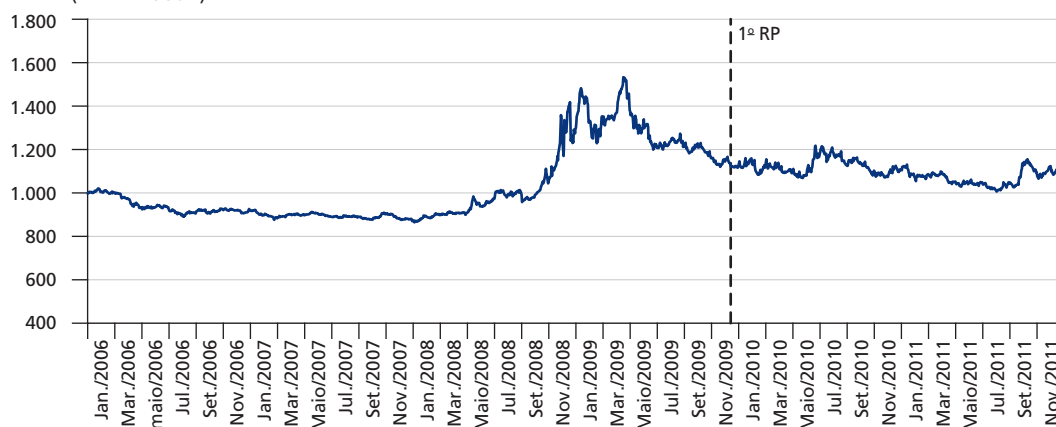
Elaboração das autoras.

Notas: ¹ Principalmente a dívida externa contratada junto a bancos internacionais.

² No país e no mercado internacional.

20. De acordo com Dodd (2009), que fornece mais detalhes sobre esses derivativos, derivativos exóticos semelhantes foram negociados em outras economias emergentes, tais como México, Índia, Sri Lanka, Malásia, Indonésia, China e Brasil.

GRÁFICO 2
Coreia do Sul: taxa de câmbio – nominal (2006-2011)
(Em KRW/USD)



Fonte: Bloomberg.

Elaboração das autoras.

Obs.: 1. RP = regulação prudencial.

2. A partir do dia 2 de cada mês.

QUADRO 1
Coreia do Sul: instrumentos de gestão dos fluxos de capitais após a crise financeira global

Data	Tipo	Medida
Novembro de 2009	Regulação financeira prudencial	1) Padrões mais rígidos para reduzir o descasamento de maturidade entre ativos e passivos em moeda estrangeira dos bancos e melhorar a qualidade de seus ativos líquidos. 2) Limite de 125% – em relação às receitas de exportação subjacentes – em contratos de câmbio a termo entre bancos e empresas exportadoras.
Junho de 2010	Regulação financeira prudencial	1) Teto sobre contratos de derivativos cambiais dos bancos sul-coreanos de, no máximo, 50% e das agências de bancos estrangeiros de, no máximo, 250% do respectivo capital no mês anterior. 2) Bancos podem realizar operações de câmbio a termo com empresas exportadoras equivalentes a no máximo 100% das transações subjacentes – anteriormente, 125%. iii) Empréstimos em moeda estrangeira de bancos residentes e títulos de dívida mantidos até o vencimento – prazo igual ou maior que um ano – devem ser cobertos por captações em moeda estrangeira com vencimento superior a um ano em pelo menos 100%.
Junho de 2010	Controles de capitais	Limites sobre o financiamento em moeda estrangeira, com algumas exceções para pequenas e médias empresas.
Janeiro de 2011	Controles de capitais	Reintrodução do imposto de 14% sobre as aquisições de títulos do Tesouro sul-coreano e dos bônus de estabilização monetária – emitidos pelo banco central – por não residentes – percentual equivalente ao incidente sobre as compras realizadas por residentes. Contudo, empresas estrangeiras e não residentes de países com os quais a Coreia do Sul possui tratados de dupla tributação foram isentas.

Fonte: IMF (2011a); Pradhan *et al.* (2011).

As empresas exportadoras da Coreia do Sul começaram a cobrir (*hedge*) suas exposições cambiais em 2004 e aumentaram sua taxa de cobertura diante da expectativa da manutenção da trajetória de apreciação do won. Além disso, os bancos – principalmente as agências de bancos estrangeiros, que estavam sujeitos apenas às normas de gestão de risco, e não aos índices de liquidez ou a outros regulamentos aplicáveis aos bancos sul-coreanos – passaram a realizar operações de arbitragem de taxa de juros ao contraírem empréstimos de curto prazo em dólares, venderem esses dólares por wons no mercado

à vista (*spot*), adquirirem certificados de depósito ou outros títulos de renda fixa no mercado sul-coreano e venderem wons por dólares no mercado a termo (derivativos cambiais de balcão). Foi nesse contexto de fortes entradas de recursos externos que as autoridades progressivamente liberalizaram as saídas de capitais (Baba e Kokenyne, 2011; IMF, 2011a).

Para tornar possíveis e rentáveis as transações no mercado de derivativos de balcão (*deliverable*), os bancos sul-coreanos e estrangeiros com agências locais tomavam empréstimos em dólares para sustentar suas posições nesse mercado. Com a eclosão da crise e a retração do crédito nos mercados financeiros internacionais, esses bancos não foram capazes de renovar suas dívidas externas de curto prazo. Consequentemente, essas instituições começaram a comprar dólares para liquidar essas dívidas, exercendo pressões em prol da desvalorização do won. Essa depreciação resultou em perdas para as empresas que apostavam na apreciação da moeda sul-coreana, as quais foram obrigadas a entregar os dólares correspondentes aos bancos – já que o mercado de derivativos cambiais é *deliverable* – e, assim, a comprar wons no mercado de câmbio à vista, o que ampliou ainda mais a trajetória de depreciação cambial. Cerca de 520 empresas exportadoras de pequeno e médio porte, que tinham comprado opções Kiko, perderam cerca de US\$ 2 bilhões e ficaram à beira da insolvência. E vários bancos domésticos foram negativamente afetados quando seus clientes faliram ou foram processados (IMF, 2011a; Kim e Yang, 2010; Dodd, 2009).

O efeito-contágio da crise financeira global trouxe à tona, assim, a alta vulnerabilidade do sistema bancário sul-coreano às mudanças nas condições de financiamento globais, devido ao elevado grau de endividamento externo de curto prazo e às operações de derivativos cambiais relacionadas. Os *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais* implementados pelo governo sul-coreano desde 2009 tiveram, portanto, como principal objetivo reduzir essa vulnerabilidade – de forma permanente –, e não deter entradas excessivas de capitais no curto prazo (quadro 1). Na Coreia do Sul, as operações de derivativos cambiais impactaram a taxa de câmbio bem como os fluxos de moeda estrangeira no mercado à vista porque essas operações são *deliverables* – ou seja, envolvem a entrega efetiva de dólares, como já mencionado.

À medida que os *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais* tinham como alvos as exposições cambiais à vista e em derivativos dos bancos, as autoridades da Coreia do Sul lançaram um conjunto de medidas de regulação financeira prudencial entre novembro de 2009 e junho de 2010 com o objetivo de fortalecer a gestão da liquidez em

moeda estrangeira dos bancos, limitar suas dívidas de curto prazo e manter as operações de derivativos cambiais em patamares sustentáveis (quadro 1). As medidas adotadas para atingir essas operações de derivativos – por exemplo, limites sobre as operações de câmbio a termo dos bancos em relação ao seu capital próprio e sobre os contratos a termo entre bancos e corporações exportadoras no que concerne às suas receitas de exportação – indiretamente visavam reduzir o endividamento externo do setor bancário, na medida em que, antes da crise, os bancos sul-coreanos e estrangeiros com agências locais contraíam empréstimos em dólares para sustentar suas posições no mercado de derivativos cambiais de balcão. Portanto, medidas de regulação financeira prudencial – que indicem sobre as posições de ativos e passivos dos bancos nos mercados à vista e a termo – contribuíram para evitar que a dívida externa retornasse aos níveis pré-crise bem como para limitar as operações de derivativos cambiais (gráfico 1). Isto porque ambas estão intimamente ligadas às decisões de portfólio dos bancos. Assim, pode-se afirmar que essas medidas contribuíram para proteger a taxa de câmbio das pressões de apreciação no pós-crise, resultantes do endividamento externo de curto prazo dos bancos. No período analisado (novembro de 2009 a novembro de 2011), a taxa de câmbio nominal won-dólar manteve-se nominalmente estável (gráfico 2).

No entanto, como Pradhan *et al.* (2011) afirmaram, a queda na demanda por operações de câmbio a termo – especialmente por parte de construtores navais, devido a menores encomendas no período pós-crise – também contribuiu para a estabilidade da taxa de câmbio nominal sul-coreana. Além disso, as medidas para limitar contratos a termo entre bancos e companhias exportadoras aplicaram-se apenas a entidades locais (*onshore*), permitindo que esses agentes realizassem contratos a termo sem entrega (*non-deliverable forward* – NDF) no mercado *offshore*.²¹

Além dessas medidas de regulação financeira prudencial, a Coreia do Sul adotou dois tipos de controles de capitais. A principal medida foi a reintrodução do imposto de renda com retenção na fonte sobre aquisições de títulos do governo e do banco central por não residentes, reequiparando-o ao pago pelos residentes. Esse controle de capitais foi reimposto em janeiro de 2011 em resposta ao forte aumento dos investimentos de portfólio (gráfico 3), que atingiram níveis recordes (IMF, 2011a). No entanto, o impacto dessa medida tendeu a ser marginal, por duas razões. Em primeiro lugar, as empresas estrangeiras e os investidores não residentes provenientes de países que detêm tratados de dupla tributação com a Coreia do Sul ficaram isentos – e esse país possui esse tipo

21. Para mais detalhes sobre os contratos de *non-deliverable forward* (NDF) em moedas de economias emergentes, ver He e McCauley (2010).

de tratado com mais de setenta países (Pradhan *et al.*, 2011). Em segundo lugar, esse imposto não abrangeu fluxos de investimento em ações, que também aumentaram significativamente desde 2009.

3.2 Brasil

O governo brasileiro respondeu à crise cambial de 1999 com a adoção de um novo conjunto de políticas econômicas baseadas nos sistemas de metas de inflação e de flutuação cambial (suja). Essa mudança no regime macroeconômico foi acompanhada pelo aprofundamento do processo de abertura financeira, que teve início em 1990 e ganhou força em janeiro de 2000, quando a Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 2.689 permitiu o acesso irrestrito de investidores não residentes – ou seja, estrangeiros – a todos os segmentos do mercado financeiro nacional, incluindo o mercado de derivativos.

Nesse contexto de alta mobilidade de capitais, o cenário pós-crise global, combinado com fatores domésticos – principalmente a retomada do crescimento econômico, a profundidade e a liquidez dos mercados de ações e de derivativos, e taxas de juros muito elevadas para padrões internacionais –, resultou em grandes ingressos de capitais e fortes pressões em prol da apreciação cambial entre 2009 e o terceiro trimestre de 2011. De fato, o Brasil se tornou o principal destino dos fluxos de capitais direcionados à América Latina nesse período.

Duas características específicas da economia brasileira – de âmbito macroeconômico e institucional – reforçaram os dilemas de política macroeconômica enfrentados pela autoridade monetária doméstica no contexto pós-crise. No que diz respeito à dimensão macroeconômica – que não é o foco deste trabalho e, portanto, não será detalhado aqui –, vale mencionar que a estratégia de acumulação de reservas em moeda estrangeira enfrentou duas limitações importantes: o volume significativo de dívida pública com vencimentos de curto prazo e um grande diferencial entre as taxas de juros interna e externa, que tornou o custo das operações de esterilização excessivamente alto e reduziu o raio de manobra do Banco Central do Brasil (BCB) na gestão da taxa de câmbio (Prates, Cunha e Lélis, 2009). Com relação à dimensão institucional, o mercado de derivativos cambiais desempenhou um papel central na trajetória da moeda brasileira (real), antes e após a crise financeira global – predominantemente uma tendência de apreciação –; ou seja, queda na taxa de câmbio entre o real e o dólar, que é o preço da moeda estrangeira, como na Coreia do Sul e nos demais países emergentes. Essa situação dificultou tanto a capacidade da autoridade monetária de influenciar a determinação da

taxa de câmbio – com base em intervenções cambiais convencionais – como a eficácia dos *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais*.

Esse papel central do mercado de derivativos cambiais decorre da maior liquidez e da profundidade do mercado futuro de câmbio brasileiro em comparação ao mercado de câmbio à vista. Além disso, a predominância do segmento organizado do mercado de derivativos cambiais – ou seja, contratos futuros – é característica específica do mercado de câmbio brasileiro. De acordo com Avdjiev, Upper e Vause (2010), o real foi a segunda moeda mais negociada nos mercados de derivativos organizados em 2010; enquanto o volume financeiro de derivativos de câmbio negociados em mercados de balcão doméstico (*onshore*) foi baixo (US\$ 18 bilhões em abril de 2010) em relação a outros países emergentes, como a Coreia do Sul.

As características distintivas do mercado de derivativos cambiais brasileiro provêm de um conjunto de fatores regulatórios, institucionais e macroeconômicos, que se autorreforçam desde o final da década de 1990. Em primeiro lugar, apesar de ampla liberalização de entradas e saídas de capitais, a conversibilidade da moeda brasileira é altamente limitada no mercado financeiro doméstico. Isso está associado com as características específicas do processo inflacionário ocorrido no país, que resultou em indexação generalizada, especialmente no sistema financeiro durante os anos 1980 e a primeira metade da década de 1990. A indexação impediu a dolarização das operações monetárias financeiras e a desintermediação bancária. Nesse contexto, o setor financeiro envolveu-se em operações sofisticadas, estruturadas sobretudo por grandes bancos nacionais e estrangeiros. Em segundo lugar, outra característica institucional do sistema financeiro brasileiro – também vinculada à natureza particular do processo inflacionário no país – é a existência, desde a década de 1980, de bolsa de mercadorias e futuros desenvolvidas – ou seja, de mercado de derivativos organizado, a BM&FBovespa –,²² em que os contratos futuros de câmbio são negociados.

Durante as últimas décadas, as autoridades brasileiras mantiveram ou adotaram regulações para evitar a dolarização. Assim, todas as operações realizadas no mercado interno devem ser liquidadas em moeda nacional (o real). Os depósitos bancários em moeda estrangeira são proibidos, com apenas algumas exceções.²³ Por conseguinte, apenas bancos *dealers* que possuem acesso a linhas de crédito externas de curto prazo no

22. A BM&F fundiu-se à Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), principal bolsa de valores brasileira, em 25 de março de 2008.

23. Contas bancárias em moeda estrangeira são permitidas apenas para as embaixadas, as instituições multilaterais e as companhias de seguros que lidam com comércio exterior. No entanto, seu uso é bastante limitado (Rossi, 2012).

mercado interbancário internacional podem deter posições de câmbio à vista.²⁴

A regulação mais rígida do mercado de câmbio à vista, em comparação com o mercado futuro, resulta em assimetria regulatória no mercado cambial brasileiro. No primeiro, apenas alguns bancos, aos quais foi concedido o *status* de *agente autorizado* pelo BCB, podem deter posições em moeda estrangeira – no Brasil, posições em dólar; já no mercado futuro, qualquer agente pode manter essas posições desde que cumpra requisitos mínimos exigidos pela bolsa brasileira (Ventura e Garcia, 2010; Kaltenbrunner, 2010). No caso de contratos de futuros de câmbio, os principais agentes são bancos residentes – brasileiros ou estrangeiros –, investidores institucionais residentes, empresas não financeiras residentes e investidores não residentes. A ampla gama de participantes no mercado futuro de câmbio garante tanto um maior volume de transações como uma maior diversidade de opiniões, que sustentam sua liquidez e a profundidade.

A virtual proibição de transações em moeda estrangeira no mercado doméstico também está por detrás de outra característica específica dos derivativos cambiais no Brasil (mercado organizado – ou seja, futuro e de balcão): sua natureza *non-deliverable* – isto é, os ganhos e as perdas nessas operações são liquidados em moeda doméstica (real), e não em moeda estrangeira (dólar), como ocorre na Coreia do Sul e na maioria dos países. Precisamente porque essas operações são liquidadas em real, não há limites para posições não bancárias no mercado de derivativos cambiais. Essa característica contribui, de forma crucial, para a elevada liquidez e, por conseguinte, para o papel-chave desse mercado na formação da taxa de câmbio brasileira.

Ainda em relação aos fatores institucionais, o aumento da presença de bancos estrangeiros no sistema financeiro doméstico, na segunda metade da década de 1990, também contribuiu para o crescimento do mercado futuro de câmbio. Após a fragilização do sistema bancário, em 1995, o governo estimulou a entrada de bancos estrangeiros,²⁵ alguns dos quais tinham experiências nas negociações de derivativos.²⁶

24. A maioria das operações de câmbio à vista é liquidada por transferências de fundos entre contas externas de residentes. A exceção é a compra e venda de moedas estrangeiras relacionadas a viagens internacionais. Nesse caso, a entrega efetiva de divisas é permitida (BCB, 2012).

25. Sobre a entrada de bancos estrangeiros no sistema bancário brasileiro, ver Paula (2011).

26. Segundo Farhi (2001), o volume de negócios com contratos de futuros de câmbio começou a crescer na sequência da entrada de bancos estrangeiros, durante a segunda metade da década de 1990. Alguns bancos brasileiros, com menos experiência na negociação de derivativos, começaram a emular a estratégia de seus pares estrangeiros.

Em relação aos fatores macroeconômicos, dois destacam-se. Em primeiro lugar, a adoção de regime de flutuação suja, em janeiro de 1999, o que aumentou a demanda para cobertura (*hedge*) de risco cambial bem como para especulação, por meio de apostas em mudanças na taxa de câmbio. Em segundo lugar, entre 2003 e 2011, o Brasil manteve uma das mais altas taxas de juros básicas e, conseqüentemente, ofereceu aos investidores um dos maiores diferenciais de juros em comparação com as demais economias emergentes (Prates, Cunha e Lélis, 2009).

Durante os períodos de baixa aversão ao risco, tanto antes (de 2003 a meados de 2008) como depois da crise financeira global (principalmente entre meados de 2009 e 2011), os investidores institucionais estrangeiros – principalmente fundos alavancados e agressivos (*hedge funds*) – foram o grupo mais importante de investidores no mercado futuro de câmbio brasileiro ao promoverem a apreciação do real, por meio de operações de *derivative carry trade*. Esta é um tipo de estratégia de especulação cambial diferente do canônico *carry trade* por meio de operações no mercado à vista – isto é, endividamento em moedas com baixas taxas de juros e aplicação em moedas com taxas de juros altas (Burnside *et al.*, 2006; Gagnon e Chaboud, 2007; Kaltenbrunner, 2010).

Nos mercados de derivativos cambiais, as operações de *carry trade* expressam-se como uma aposta que resulta em uma posição vendida (*short*) na moeda de financiamento e uma posição comprada (*long*) na moeda de destino (Gagnon e Chaboud, 2007). Devido ao enorme diferencial entre as taxas de juros interna e externa, os investidores estrangeiros fizeram apostas unidirecionais de valorização da moeda brasileira, por meio de posições vendidas no mercado de câmbio futuro (venda de dólares e compra de reais), o que resultou em pressões baixistas sobre a cotação do dólar; assim, ocorreram pressões ascendentes sobre a cotação do real (Farhi, 2010).

Ademais, o *derivative carry trade* acabou se revelando ainda mais atrativo no Brasil, devido à natureza *non-deliverable* do mercado de derivativos de câmbio. Agentes nacionais e estrangeiros podem envolver-se nessas operações sem o desembolso de um dólar. Além disso, até outubro de 2010, essa estratégia de especulação cambial também podia ser executada sem o gasto de um único real, porque os investidores podiam satisfazer as exigências de margem de garantia em reais – na BM&FBovespa –, por meio de títulos públicos, emprestados por bancos residentes, ou garantias, oferecidas por esses bancos. Apesar da predominância de investidores estrangeiros, agentes domésticos em busca de lucros – tais como investidores institucionais e empresas – também fizeram parte dessas

operações. De acordo com Johnson (2007), no primeiro trimestre de 2007, o contrato futuro de dólar na BM&F liderou o setor pelo segundo ano consecutivo (com aumento de 51,4%, para 10,97 milhões de contratos), seguido pelo contrato futuro de euro (com alta de 22%, para 6,73 milhões de contratos).

Além disso, o excelente desempenho do mercado futuro vinculado ao real contribuiu para o aumento das negociações com moeda brasileira nos mercados de balcão no exterior, por meio de contratos de NDF. Isto porque a existência de mercado futuro profundo tornou possível aos bancos estrangeiros residentes no país vender real *offshore* – ao atender à demanda de investidores internacionais que apostavam na valorização da moeda brasileira – e, simultaneamente, ter cobertura de risco (*hedge*) no mercado futuro de real doméstico – *onshore* (Kaltenbrunner, 2010). O crescimento do mercado de NDF para a moeda brasileira, por sua vez, aumentou ainda mais a liquidez e a profundidade do mercado futuro brasileiro. Nesse cenário, alguns investidores internacionais começaram a usar os contratos futuros de reais como substitutos para os derivativos de outras moedas emergentes com alta correlação com a moeda brasileira – tais como a lira turca e o rand sul-africano –, mas sem mercados de derivativos profundos e líquidos, o que aumentou ainda mais a negociação de contratos futuros de real.

O mercado futuro e o à vista de câmbio estão vinculados por operações de arbitragem, que são realizadas principalmente pelos bancos, como *dealers* no mercado à vista.²⁷ Esses agentes assumiram, em geral, posição oposta a dos investidores estrangeiros no mercado futuro de câmbio (posição comprada em dólar e vendida em real nas fases de apetite por riscos dos investidores globais antes e após a crise global) ao comprarem dólares nesse mercado e os venderem no mercado à vista. Com essa estratégia, os bancos ganharam lucros de arbitragem e, ao mesmo tempo, geraram pressão adicional sobre o preço à vista do dólar, o que resultou na queda da taxa de câmbio à vista real-dólar – ou seja, na apreciação da moeda brasileira. Por isso, os bancos desempenham um papel central na transmissão da pressão de apreciação mediante operações de *derivative carry trade* no mercado futuro para a taxa de câmbio à vista real-dólar.

No que diz respeito aos *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais*, as características singulares do mercado cambial brasileiro colocaram aos formuladores de política desafios ainda maiores do que os enfrentados por suas contrapartes em outros países

27. Em agosto de 2012, apenas quatorze bancos possuíam esse *status*. Ver o *site* disponível em: <<http://bit.ly/XOjIF9>>.

emergentes. Enquanto esses tiveram de enfrentar a baixa eficácia dos controles de capitais para lidar com operações de derivativos cambiais – devido ao elevado grau de alavancagem dessas operações –,²⁸ as autoridades brasileiras também precisaram lidar com a possibilidade de que essas operações poderiam emular o impacto dos fluxos de capitais sobre a taxa de câmbio, sem quaisquer fluxos efetivos de moeda estrangeira. Assim, os *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais* revelaram-se inócuos: os controles de capitais somente atingem operações que envolvem fluxos efetivos de divisas no mercado de câmbio à vista, e a regulação financeira prudencial não tem efeito sobre as transações realizadas por agentes não financeiros residentes e investidores estrangeiros, que têm papel central no mercado futuro de câmbio real-dólar, como já mencionado.

Esses problemas foram identificados pelas autoridades reguladoras brasileiras. Entre outubro de 2010 e julho de 2011, estas adotaram – conjuntamente com os *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais* – medidas específicas para atingir as operações de derivativos cambiais, aqui denominados de *instrumentos de gestão dos derivativos cambiais*, que foram aplicadas às operações realizadas por todos os agentes, residentes ou não residentes, agentes financeiros ou não financeiros. Essa nova técnica, que não constitui controle de capitais nem regulação financeira prudencial, foi fundamental para conter a tendência da apreciação do real e, por sua vez, mitigou o dilema de política econômica do governo brasileiro associado à necessidade de conter a taxa de crescimento econômico e as pressões inflacionárias sem reforçar o desalinhamento cambial (tabela 1 do apêndice).

Em outubro de 2010, o governo brasileiro reforçou um controle de capitais sobre os ingressos de investimento estrangeiro de portfólio em renda fixa e ações (Imposto sobre Operações Financeiras – IOF), que já havia sido adotado em 2009, mas em percentual baixo. Seu objetivo foi conter os efeitos indesejáveis desses investimentos, fora do âmbito da regulação financeira prudencial, sobre a estabilidade financeira e macroeconômica. Poucos dias depois, o governo também fechou uma brecha que permitia aos investidores estrangeiros burlarem o imposto mais alto sobre os investimentos de renda fixa, mediante operações no mercado de derivativos cambiais. Além disso, adotou-se a primeira *técnica de gestão de derivativos cambiais*: o IOF sobre os requisitos de margem nas operações de câmbio futuro foi elevado de 0,38%

28. No caso dos contratos futuros, é necessário um depósito de margem; nas opções, paga-se um prêmio, assim como nos *swaps* – exceto quando os *ratings* de crédito são iguais; nos contratos a termo, paga-se um *spread* para o banco que realiza a operação.

(percentual incidente sobre todas as transações financeiras domésticas) para 6%, e algumas lacunas para escapar desse imposto foram fechadas (quadro 2).

No entanto, as primeiras rodadas de *instrumentos de gestão de fluxos de capitais* e *instrumentos de gestão dos derivativos cambiais* revelaram-se insuficientes: o IOF era demasiado baixo para conter as operações de *derivative carry trade*, devido ao seu alto grau de alavancagem, e os agentes privados encontraram brechas para burlar a regulamentação (gráficos 3 e 4). De fato, o IOF sobre os investimentos estrangeiros de portfólio incentivou o acúmulo de posições compradas em real e vendidas em dólar no mercado de derivativos doméstico (*onshore*) – ou seja, o imposto fomentou as operações de *derivative carry trade* e, simultaneamente, a assunção pelos bancos residentes da posição contrária aos investidores não residentes no mercado de derivativos e de posições vendidas em dólares no mercado de câmbio à vista – que exercem pressões em prol da apreciação da moeda nacional.

QUADRO 2

Brasil: instrumentos de gestão dos fluxos de capitais e instrumentos de gestão dos derivativos cambiais após a crise financeira global

Data	Tipo	Medidas
Outubro de 2009	Controles de capitais	Imposição do IOF de 2% sobre investimentos estrangeiros de portfólio (ações e títulos de renda fixa).
Outubro de 2010	Controles de capitais	1) Aumento do IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio (ações e títulos de renda fixa) de 2% para 4%. 2) Elevação do IOF para 6%, concernente a investimentos estrangeiros de portfólio em títulos de renda fixa. 3) A migração dos investidores não residentes de aplicações em renda variável (ações) para aplicações em renda fixa tornou-se sujeita ao fechamento de novo contrato de câmbio (câmbio simultâneo), o que impediu que os investidores deixassem de pagar a nova alíquota de IOF para renda fixa.
Outubro de 2010	Instrumentos de gestão dos derivativos cambiais	1) Aumento do IOF sobre depósitos de margem em contratos de câmbio futuro de 0,38% para 6%. 2) Fechamento de brechas utilizadas para escapar do IOF sobre os depósitos de margem: é proibida a utilização de títulos públicos ou garantias de bancos locais para cumprir as exigências na BM&FBovespa.
Janeiro de 2011	Regulação financeira prudencial	Recolhimento de depósito compulsório – em reais – de 60% do valor das posições cambiais vendidas assumidas pelos bancos que exceder o menor dos seguintes valores: US\$ 3 bilhões ou o patrimônio de referência (nível I). A medida entrou em vigor em 4 de abril de 2011.
Março de 2011	Controles de capitais	Aumento do IOF para 6% sobre novos empréstimos externos (empréstimos bancários e títulos emitidos no exterior), com prazo de vencimento de até um ano. As empresas e os bancos antes só pagavam IOF de 5,38% sobre os empréstimos de até noventa dias.
Abril de 2011	Controles de capitais	1) Extensão do IOF de 6% para renovação de empréstimos externos com prazo de até um ano. 2) Extensão do IOF de 6% para novos e renovados empréstimos externos com prazo de até dois anos.
Julho de 2011	Regulação financeira prudencial	Mudança nas regras de recolhimento compulsório – em reais – sobre posições cambiais vendidas. Percentual de 60% passa a incidir sobre o montante que exceder o menor dos seguintes valores: US\$ 1 bilhão ou o patrimônio de referência (nível I).
Julho de 2011	Instrumentos de gestão dos derivativos cambiais	1) Nomeação do CMN como órgão responsável pela regulação do mercado de derivativos. 2) Exigência de que os preços de todos os derivativos cambiais sejam fixados de acordo com o mesmo método. 3) Imposição de que todos os derivativos cambiais sejam registrados em câmaras de compensação. 4) Exigência de que a exposição cambial de todos os agentes seja consolidada (posição líquida). 5) Adoção de IOF de 1% sobre posições líquidas vendidas – acima de US\$ 10 milhões – em derivativos cambiais vinculados ao real, para todos os agentes. Esse imposto pode ser ampliado até 25%. Em março de 2012, as operações de cobertura (<i>hedge</i>) dos exportadores – até 1,2 vez as exportações do ano anterior – foram isentas de IOF.
Dezembro de 2011	Controles de capitais	Redução do IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio (ações e títulos de renda fixa vinculados a projetos de infraestrutura) para 0%.

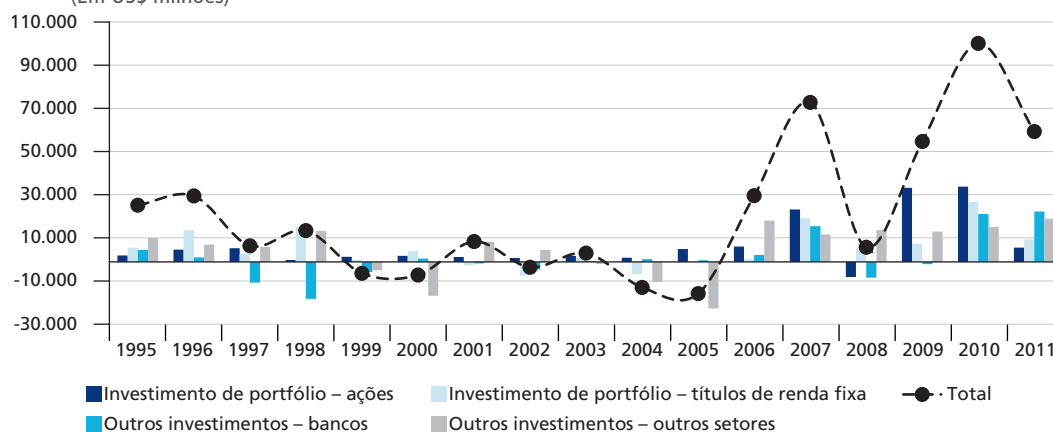
Fonte: Informações disponíveis nos sites do BCB e Ministério da Fazenda (MF).
Elaboração das autoras.

Para fechar essa lacuna, em janeiro de 2010, o BCB impôs um recolhimento compulsório sobre as posições cambiais vendidas dos bancos no mercado à vista, um instrumento de regulação financeira prudencial (quadro 2).²⁹ No entanto, os bancos e as empresas encontraram outro canal de arbitragem regulatória:³⁰ passaram a contrair empréstimos de curto prazo em moeda estrangeira. Como resposta regulatória, em março de 2011, o governo impôs o IOF sobre empréstimos externos de curto prazo. A reação dos agentes privados foi a contratação de empréstimos externos de longo prazo, dado o contexto de elevada liquidez internacional e busca por rendimento no mercado financeiro internacional – em razão do ambiente de taxas de juros básicas nos países avançados nos menores patamares históricos. Em abril de 2011, o governo estendeu o IOF a esses empréstimos. Assim, até o primeiro semestre de 2011, os *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais* impactaram sobretudo a composição dos ingressos de recursos externos – com o aumento da participação dos empréstimos externos de maior prazo de maturação –, em vez de seu volume (gráfico 3).

GRÁFICO 3

Brasil: principais modalidades de fluxos financeiros – líquido (1995-2011)

(Em US\$ milhões)



Fonte: IFS/FMI.

Elaboração das autoras.

Notas: ¹ Principalmente a dívida externa contratada junto a bancos internacionais.² No país e no mercado internacional.

29. Também é importante mencionar que a centralização da responsabilidade pelas políticas macroprudenciais e monetárias na mesma instituição (BCB) contribui para a coordenação desses dois conjuntos de instrumentos de política e aumenta, assim, a eficácia da política econômica.

30. Esse termo se refere às estratégias adotadas pelos agentes privados para burlar as regulações financeiras.

GRÁFICO 4

Brasil: taxa de câmbio – BRL/USD – nominal (2007-2011)



Fonte: BCB.

Elaboração das autoras.

Notas: RP = regulação prudencial; CC = controles de capitais; e TGD = técnicas de gestão dos derivativos cambiais.

A trajetória de apreciação da moeda brasileira somente foi detida após o governo brasileiro adotar um conjunto mais amplo de *instrumentos de gestão dos derivativos cambiais*, no final de julho de 2011. O governo impôs um IOF de 1% sobre posições vendidas líquidas (acima de US\$ 10 milhões) em reais no mercado de derivativos de câmbio e, ao mesmo tempo, aprovou novas regras para aperfeiçoar a transparência do mercado (quadro 2 e gráfico 4). Essas medidas tiveram efeito mais duradouro, pois não afetaram somente as margens de garantia, mas também o valor nocional das operações de *carry trade* no mercado de derivativos de câmbio.³¹

31. A literatura empírica sobre a eficácia dos controles de capitais também proliferou desde 2009. Com base em um modelo econométrico, Baumann e Gallagher (2012) concluíram que a introdução de regulações sobre a conta de capital no Brasil, entre outubro de 2009 e dezembro de 2012, resultou em mudança na composição das entradas, com redução dos fluxos de curto prazo. Esse estudo também mostrou que as medidas adotadas tiveram impacto positivo sobre o nível e a volatilidade da taxa de câmbio e aumentaram modestamente a autonomia da política monetária. Em contrapartida, Klein (2012) – ao utilizar dados em painel para uma amostra de 44 países no período 1995-2010 – concluiu que os controles de capitais episódicos são como “portas”, que podem ser eficazes; enquanto os controles de capitais de longa duração – como os adotados pela China – são como “muros” que protegem contra as vicissitudes do mercado internacional de capitais. Esse autor cita o IOF brasileiro como um controle episódico sobre os ingressos de capitais que não moderou a trajetória de valorização do real. No entanto, esse resultado decorreu, provavelmente, do período coberto (até 2010). Como mencionado anteriormente, foi apenas por meio da adoção de instrumentos de gestão dos derivativos cambiais mais amplos, em julho de 2011, que essa trajetória foi contida. Vale ressaltar que, ao contrário da abordagem aqui adotada, nenhum desses estudos – incluindo-se os trabalhos do FMI – considera os *instrumentos de gestão dos derivativos cambiais* no Brasil como outro tipo de regulação, distinta dos controles de capitais e da regulação financeira prudencial.

Finalmente, é importante mencionar que o Brasil foi capaz de adotar um amplo leque de *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais e instrumentos de gestão dos derivativos cambiais* porque, desde a década de 1990, o governo tem sido muito cauteloso ao evitar assumir qualquer compromisso no âmbito do Acordo Geral de Comércio de Serviços (General Agreement on Trade and Services – Gats) e assinar quaisquer tratados bilaterais de investimento (*bilateral investment treaties* – BITs) ou acordos de livre comércio (*foreign trade agreements* – FTAs), que podem reduzir o grau de autonomia de política para adotar – a qualquer momento – essas medidas regulatórias (Paula e Prates, 2013). Embora a maioria dos tratados de liberalização do comércio de serviços empregue abordagem de “lista positiva”, no que diz respeito ao comércio de serviços financeiros, os controles de capitais podem ser incompatíveis com as obrigações assumidas caso incidam sobre movimentos transfronteiriços de capitais relacionados ao serviço que foi liberalizado. Essa preocupação pode ser aplicada aos *instrumentos de gestão dos derivativos cambiais*, na medida em que as posições de não residentes nesses contratos envolvem depósitos de garantia e podem resultar em ganhos que serão convertidos em dólares e, em seguida, transferidos para o exterior.

4 CONCLUSÃO: LIÇÕES DOS CASOS DO BRASIL E DA COREIA DO SUL PARA OS INSTRUMENTOS DE GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITALIS

Neste trabalho, argumentou-se que os avanços efetuados pelo FMI no novo arcabouço de gestão dos fluxos de capitais são significativos, na medida em que reconhecem a necessidade de adicionar controles de capitais ao conjunto dos instrumentos de políticas macroeconômicas. No entanto, também se destacou que uma avaliação mais atenta desse arcabouço e uma análise histórica e empírica das medidas adotadas pela Coreia do Sul e pelo Brasil entre 2009 e 2011 revelam limites da nova abordagem do fundo.

O FMI, em seu novo arcabouço de políticas (IMF, 2012b), fez progressos relevantes em comparação não apenas à sua rejeição tradicional aos controles de capitais, mas também às abordagens preliminares – de 2010 e 2011 –, que defendiam o uso desses instrumentos em circunstâncias muito específicas – desde Ostry *et al.* (2010) até IMF (2011b). Com a introdução do novo termo *medidas de gestão de fluxos de capitais*, o fundo ampliou a autonomia de política das economias emergentes, sujeitas a grandes surtos de entrada e saída de capitais, ao flexibilizar a hierarquia entre os instrumentos para gerir esses fluxos, que abrangiam políticas macroeconômicas, regulação financeira prudencial e controles de capitais – definidos de forma jurisdicional. No entanto, ao

rotular as CFMs como instrumento temporário, o FMI continua a defender a liberalização financeira dessas economias como objetivo final, mantém a discriminação entre *medidas de gestão de fluxos de capitais* e *medidas macroprudenciais* e impõe limites à autonomia de política das economias emergentes, necessária para lidar com as necessidades específicas de cada país.

Em contrapartida, a análise efetuada mostrou que, nas economias emergentes, a sobreposição entre essas duas classes de regulamentação é a regra, e não a exceção. A bifurcação entre essas regulamentações não pode ser mantida, na prática, nessas economias, especialmente vulneráveis aos ciclos de *boom* e *bust* dos fluxos de capitais. Isso se aplica especialmente aos países emergentes com elevado grau de abertura financeira e mercados financeiros sofisticados.

Como os casos do Brasil e da Coreia do Sul explicitaram, há muitos *feedbacks* entre os controles de capitais e a regulação financeira prudencial bem como entre essas duas regulações e as políticas macroeconômicas. No caso da Coreia do Sul, a regulação prudencial dos bancos teve forte influência sobre as entradas de capitais, na medida em que essas instituições financeiras eram os únicos agentes com acesso a linhas de crédito externo de curto prazo necessárias para a realização de contratos de derivativos cambiais no mercado de balcão, em que os ganhos ou as perdas eram liquidados em dólares (*deliverable*). Assim, a regulação financeira prudencial foi o instrumento-chave para combater as principais causas da vulnerabilidade externa e da valorização cambial no período anterior à crise global. No Brasil, essa regulação abrange apenas as instituições financeiras, e, portanto, a introdução de controle de capitais (tributação de empréstimos externos) foi necessária para conter o endividamento externo das empresas e, assim, garantir a estabilidade financeira. Por isso, aderiu-se ao conceito de Epstein, Gabel e Jomo (2004), que definem *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais* como a soma de medidas de controles de capitais e de regulação financeira prudencial. Além disso, agregou-se ao conjunto de instrumentos o terceiro tipo de regulação, denominada de *instrumentos de gestão dos derivativos cambiais*, que foi fundamental para conter as pressões em prol da apreciação da moeda brasileira.

Além disso, os estudos de caso mostraram que fatores particulares de cada país, principalmente aspectos macroeconômicos e institucionais, devem ser levados em consideração na concepção de medidas específicas. Para tornar isso viável, um país precisa ter autoridade permanente para regular os fluxos de capitais. O ambiente

macroeconômico tem influência importante sobre a eficácia dos *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais*. Como destacado, no caso brasileiro, um diferencial de juros mais amplo estimula a arbitragem regulatória. Nesse contexto, as medidas devem ser ainda mais dinâmicas, flexíveis e ajustáveis, envolvendo um “ajuste fino” constante para fechar as brechas encontradas pelos agentes privados, com o objetivo de burlar as regulações nas transações à vista e com derivativos de câmbio. Com relação aos aspectos institucionais, o caso brasileiro revelou a relevância de a regulação ser efetuada sob medida, em contexto de mercados financeiros altamente abertos e sofisticados. No Brasil, o nível e a sofisticação das operações de derivativos cambiais exigiram o uso dos *instrumentos de gestão dos derivativos cambiais*. Somente quando estes foram adicionados aos controles de capitais e à regulação financeira prudencial, a eficácia das regulações – no sentido de proteger a moeda brasileira das pressões em prol da sua apreciação – aumentou. Adicionalmente, o caso brasileiro constituiu um exemplo de que o efeito de decisões de portfólio dos investidores estrangeiros sobre a taxa de câmbio pode estar desvinculado do volume dos fluxos de capitais internacionais. Como as operações de derivativos cambiais são liquidadas na moeda brasileira (*nondeliverable*), estas são capazes de influenciar a taxa de câmbio com volumes reduzidos, ou até mesmo na ausência de ingressos ou saídas de capitais. Assim, as regras globais de gestão dos fluxos de capitais devem ser suficientemente amplas para os países terem autonomia de política suficiente para ajustá-las às suas necessidades.

Por último, mas não menos importante, como a liquidez global é distribuída de forma assimétrica entre os países, as economias emergentes são particularmente vulneráveis a choques financeiros externos, dado o limitado uso internacional de suas moedas. Os *instrumentos de gestão dos fluxos de capitais* devem, portanto, fazer parte de um conjunto permanente de instrumentos de política que esses países podem utilizar para evitar os riscos associados a *deficit* externos recorrentes e à sobrevalorização cambial bem como para ampliar o raio de manobra para a adoção de políticas redistributivas e de estímulo ao crescimento do produto e do emprego, como ressaltado por Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo (2012). Ao mesmo tempo, as políticas domésticas, especialmente das economias maiores e mais avançadas, têm impactos sobre o restante do mundo. Assim, um arcabouço multilateral também deveria envolver políticas para conter as saídas de capitais dos países avançados, que deveriam ter papel mais ativo – incluindo-se controles sobre as saídas de capitais –, em vez de colocar a maior parte do ônus do ajuste sobre as economias emergentes.

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. **La fin des devises clés**: essai sur la monnaie internationale. Paris: La Découverte, 1986.
- AKYÜZ, Y. **Capital flows to developing countries in a historical perspective**. Will the current boom end with a bust and how? Geneva: South Centre, 2011. (Research Paper, n. 37).
- ARIYOSHI, A. *et al.* **Capital controls**. Country experiences with their use and liberalization. Washington: IMF, 2000. (Occasional Papers, n. 190).
- AVDJIEV, S.; UPPER, C.; VAUSE, N. **Highlights of international banking and financial market activity**. Basle: BIS, Dec. 2010. (BIS Quarterly Review).
- BABA, C.; KOKENYNE, A. **Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s**. Washington: IMF, 2011. (Working Paper, n. 11/281).
- BATISTA JÚNIOR, P. N. The IMF, capital account regulation, and emerging market economies. *In*: GALLAGHER, K. P. *et al.* (Eds.). **Regulating global capital flows for long-run development**. Boston: Pardee Center Task Force Report, 2012. p. 93-102.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Regulamento do mercado de câmbio e do capital internacional**. Brasília: BCB, 2012. Disponível em: <<http://bit.ly/NzlDSw>>. Acesso em: 11 dez. 2012.
- BAUMANN, B. A.; GALLAGHER, K. P. **Navigating capital flows in Brazil and Chile**. New York: Columbia University/Initiative for Policy Dialogue, 2012. (Working Paper Series).
- _____. **Post-crisis capital account regulation in South Korea and South Africa**. Amherst: University of Massachusetts Amherst/Political Economy Research Institute, 2013. (Working Paper Series, n. 320).
- BHAGWATI, J. **Why free capital mobility may be hazardous to your health**: lessons from the latest financial crisis. Cambridge: NBER, 1998. (NBER Conference on Capital Controls). Available at: <<http://bit.ly/VyAYCi>>. Acesso em: 10 dez. 2012.
- BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Triennial central bank survey**: report on global foreign exchange market activity in 2010. Basle: BIS, 2010. Available at: <<http://bit.ly/h4uIKv>>. Acesso em: 10 dez. 2012.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy**. Washington: IMF, 2010.
- BLUEDORN, J. *et al.* **Capital flows are fickle**: anytime, anywhere. Washington: IMF, 2013. (Working Paper, n. WP/13/183).
- BURNSIDE, C. *et al.* **The returns of currency speculation**. Cambridge, MA: NBER, 2006. (NBER Working Paper Series, n. 12489).

CANUTO, O.; GIUGALE, M. (Eds.). **The day after tomorrow**: a handbook on the future of economic policy in the developing world. Washington: World Bank, 2010.

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

CORDERO, J.; MONTECINO, J. A. **Capital controls and monetary policy in developing countries**. Washington: Center for Economic and Policy Research, 2010.

DODD, R. **Exotic derivatives losses in emerging markets**: questions of suitability, concerns for stability. Washington: IMF, 2009. (Working Paper, n. 09/2009).

DOOLEY, M. **A survey of literature on controls over international capital transactions**. Washington: IMF, 1996. p. 639-687. (Staff Papers, n. 43/4).

EICHENGREEN, B. *et al.* **Rethinking central banking**. Washington: Brookings Institute, 2011. (Committee on International Economic Policy and Reform).

EPSTEIN, G.; GRABEL, I.; JOMO, K. S. **Capital management techniques in developing countries**: an assessment of experiences from the 1990s and lessons for the future. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2004. (G-24 Discussion Paper, n. 27).

FARHI, M. Os impactos dos derivativos no Brasil. *In*: MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. M. (Orgs.). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil**: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Atitude Editora, 2010. p. 209-231.

_____. **Derivativos financeiros no Brasil**: estabilização monetária, ataques especulativos e crise cambial. Campinas: Unicamp, 2001. Não publicado.

FETTIG, D. Interview with James Tobin. *In*: **The Region**. Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1996. Available at: <<http://bit.ly/VpqsgL>>. Acesso em: 6 dez. 2012.

FORBES, K. *et al.* Bubble thy neighbor: direct and spillover effects of capital controls. *In*: JACQUES POLAK ANNUAL RESEARCH CONFERENCE, 12., 2011, Washington, IMF, **Summaries...** Washington: IMF, 2011.

GAGNON, J. E.; CHABOUD, A. P. **What can the data tell us about carry trades in Japanese yen?** Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2007. (International Finance Discussion Papers, n. 899).

GALLAGHER, K.; GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A. (Eds.). **Regulating global capital flows for long-run development**. Boston: Pardee Center Task Force Report, 2012.

GALLAGHER, K. P. **The IMF's new view on financial globalization**: a critical assessment. Boston: The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future/Boston University, 2012. (Issues in Brief, n. 2).

HE, D.; McCAULEY, R. **Offshore markets for the domestic currency**: monetary and financial stability issues. Basle: BIS, 2010. (Working Papers, n. 320).

HERR, H.; PRIEWE, J. **Capital account regimes and monetary policy in developing countries**: liberalization with regulation. Commissioned by BMZ and GTZ. Berlin, 2006. Unpublished manuscript.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Evaluation report**: the IMF's approach to capital account liberalization. Washington: IMF, 2005. Available at: <<http://bit.ly/VuHjz5>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

_____. **Reaping the benefits of financial globalization**. Washington: IMF, 2008. (Occasional Paper, n. 264).

_____. **The Fund's role regarding cross-border capital flows**. Washington: IMF, 2010. Available at: <<http://bit.ly/Z5fLH0>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

_____. **Recent experiences in managing capital inflows**: cross-cutting themes and possible policy framework. Washington: IMF, 2011a. Available at: <<http://bit.ly/QSqrVQ>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

_____. **The multilateral aspects of policies affecting capital flows**. Washington: IMF, 2011b. Available at: <<http://bit.ly/SRk4lr>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

_____. **Liberalizing capital flows and managing capital outflows**. Washington: IMF, 2012a. Available at: <<http://bit.ly/SLs06q>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

_____. **The liberalization and management of capital flows**: an institutional view. Washington: IMF, 2012b. Available at: <<http://goo.gl/eqq1od>>. Acesso em: 18 mar. 2013.

JOHNSON, C. Strong start to 2007 in most markets. Trading volume. **Futures Industry Magazine**, p.10-16, May/Jun. 2007.

KALTENBRUNNER, A. International financialization and depreciation: the Brazilian real in the international financial crisis. **Competition and Change**, v. 14, n. 3-4, p. 294-321, 2010.

KIM, S.; YANG, D. Y. Managing capital flows: the case of the Republic of Korea. In: KAWAI, M.; LAMBERTE, M. B. (Eds.). **Managing capital flows**: the search for a framework. Cheltenham; Northampton: Edward Elgar; Tokyo: ADBI, 2010. p. 280-304.

KLEIN, M. W. Capital controls: gates and walls. Conference draft presented at the fall 2012. **Brookings Panel on Economic Activity**, p. 317-367, 13-14 Sept. 2012.

KOSE, A.; *et al.* **Financial globalization**: a reappraisal. Washington: IMF, 2006. (Working Papers, n. 06/189).

MAGUD, N.; REINHART, C. M.; ROGOFF, K. **Capital controls**: myth and reality – A portfolio balance approach. Cambridge: NBER, 2011.

MIHALJEK, D.; PACKER, F. **Derivatives in emerging markets**. BIS Quarterly Review. Basle: BIS, 2010.

MOHAN, R. Capital account management: the need for a new consensus. *In*: GALLAGHER, K. P. *et al.* (Eds.). **Regulating global capital flows for long-run development**. Boston: The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future/Boston University, 2012. p. 23-34. (Pardee Center Task Force Report).

MUSSA, M. *et al.* **Capital account liberalization**: theoretical and practical aspects. Washington: IMF, 1998. (Occasional Paper, n. 172).

OCAMPO, J. A. The case for and experience with capital account regulations. *In*: GALLAGHER, K. P. *et al.* (Eds.). **Regulating global capital flows for long-run development**. Boston: The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future/Boston University, 2012. p. 13-22. (Pardee Center Task Force Report).

OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. **Code of liberalization of capital movements**. Paris: OECD, 2009. Available at: <<http://goo.gl/9Z2uUd>>.

OSTRY, J. *et al.* **Capital inflows**: the role of controls. Washington: IMF, 2010. (Staff Position Notes, n. 10/04).

_____. **Managing capital inflows**: what tools to use? Washington: IMF, 2011a. (Staff Discussion Notes, n. 11/06).

_____. Capital controls: when and why? **IMF Economic Review**, v. 59, n. 3, p. 562-580. Washington: IMF, 2011b.

PAULA, L. F. **Financial liberalization and economic performance**: Brazil at crossroads. London: Routledge, 2011.

PAULA, L. F.; PRATES, D. M. Capital account regulation, trade and investment treaties and policy space in Brazil. *In*: GALLAGHER, K.; STANLEY, L. (Eds.). **Capital account regulations and the trading system**: a compatibility review. Boston: Frederick S. Pardee Center for the Study of Longer-Range Future, 2013. p. 55-67.

PRADHAN, M. *et al.* **Policy responses to capital flows in emerging markets**. Washington: IMF, 2011. (Staff Discussion Paper, n. 11/10).

PRATES, D. M.; CINTRA, M. A. M. The emerging-market economies in the face of the global financial crisis. *In*: DULLIEN, S. *et al.* (Eds.). **The financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries**. Geneva: United Nations, 2010. p. 53-71.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. Exchange-rate management in Brazil.

Cepal Review, Santiago, n. 99, p. 97-118, Dec. 2009.

PRIEWE, J. **Capital account management in developing countries**. Geneva: Unctad Virtual Institute, 2011.

RODRIK, D. The social cost of foreign exchange reserves. **International Economic Journal**, v. 20, n. 3, p. 253-266, 2006.

_____. **Second-best institutions**. Cambridge: NBER, 2008. (NBER Working Paper Series, n. 14050). Available at: <<http://bit.ly/TJMBJF>>. Acesso em: 6 dez. 2012.

_____. The end of an era in finance? **Project Syndicate**, 2010. Available at: <<http://bit.ly/XuxYxl>>. Acesso em: 3 jun. 2010.

ROGOFF, K. *et al.* **Effects of financial globalization on developing countries**: some empirical evidence. Washington: IMF, 2004. (Occasional Papers, n. 220).

ROSSI, P. **Taxa de câmbio no Brasil**: dinâmicas da especulação e da arbitragem. Campinas: State University of Campinas, 2012.

VENTURA, A.; GARCIA, M. **Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil**: o rabo balança o cachorro. Rio de Janeiro: Departamento de Economia/PUC-Rio, 2010. (Texto para Discussão, n. 563).

WILLIAMSON, J. **Curbing the boom-bust cycle**: stabilizing capital flows to emerging markets. Washington: Peterson Institute, 2005.

WILLIAMSON, J.; GRIFFITH-JONES, S.; GOTTSCHALK, R. **Should capital controls have a place in the future international monetary system?** 2003. Available at: <<http://bit.ly/12h2wlK>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

WORLD BANK. **Finance for growth**: policy choices in a volatile world. Washington: Oxford University Press, 2001. (World Bank Research Report).

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

ANDRADE, R.; PRATES, D. M. Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy, **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, n. 3, p. 399-416, 2013.

JONG-HEON, L. South Korean firms suffering cash crunch. **UPI Asia**, 18 Nov. 2008.

OCAMPO, J. A. **International asymmetries and the design of the internacional financial system**. Santiago: Cepal, 2001. (Series Temas de Coyuntura, n. 15).

APÊNDICE

TABELA 1

Brasil e Coreia do Sul: dados macroeconômicos selecionados (2003-2011)

Ano	Taxa de juros básica (%)		Reservas de divisas (US\$ bilhões)		Inflação (%)	
	Brasil	Coreia do Sul	Brasil	Coreia do Sul	Brasil	Coreia do Sul
2003	23,55	3,96	48,844	154,509	17,05	3,5
2004	16,38	3,60	52,458	198,175	6,29	3,6
2005	19,14	3,33	53,216	209,968	5,77	2,8
2006	15,32	4,23	85,148	238,388	3,27	2,2
2007	12,05	4,73	179,431	261,771	4,08	2,5
2008	12,44	4,73	192,842	200,479	6,57	4,7
2009	10,16	2,04	231,888	265,202	5,06	2,8
2010	9,89	2,17	280,570	286,926	5,11	2,9
2011	11,76	3,10	343,384	298,233	6,60	4,0

Fonte: Oxford Economics da IFS/IMF, Estatísticas de Brasil e Coreia do Sul.
Elaboração das autoras.

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

Alice Souza Lopes (estagiária)

Amanda Ramos Marques (estagiária)

Isabella Silva Queiroz da Cunha (estagiária)

Lauane Campos Souza (estagiária)

Lynda Luanne Almeida Duarte (estagiária)

Polyanne Alves do Santos (estagiária)

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



9 771415 476001