

ADRIANO VILELA SAMPAIO
MAURICIO ANDRADE WEISS

A INSTABILIDADE DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E ESTRATÉGIAS RECENTES DOS PAÍSES EMERGENTES

Recebido em 09/12/2019

Aprovado em 19/06/2020

A INSTABILIDADE DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E ESTRATÉGIAS RECENTES DOS PAÍSES EMERGENTES

Resumo

A crise global deflagrada em 2007/2008 impulsionou iniciativas de mudanças no sistema monetário internacional (SMI). É defendido neste artigo que é possível encontrar padrões nas estratégias dos países emergentes (PEs) desde a década de 1990 e mais acentuadamente após a crise de 2008, os quais indicariam o desejo destes por um SMI mais estável, especialmente no que se refere aos fluxos financeiros internacionais. Para isso, além de medidas individuais, os maiores PEs fortaleceram as iniciativas de cooperação e pressionaram por alterações nas instituições econômicas internacionais (IEI). São analisados dois conjuntos de medidas. O primeiro refere-se à chamada rede global de proteção financeira (*global financial safety net* - GFSN). O segundo está relacionado às medidas de gestão sobre os fluxos de capitais. Enquanto o primeiro conjunto atua no sentido de mitigar os impactos negativos das instabilidades dos fluxos de capitais, o segundo tem por objetivo reduzir as instabilidades em si. Concluímos que, embora o fortalecimento da GFSN tenha sido importante para amortecer os choques negativos, ela se mostrou insuficiente frente às vicissitudes inerentes aos ciclos de liquidez internacional e por isso a adoção de medidas de gestão de fluxos de capitais ainda se faz necessária.

Palavras-chave: Sistema Monetário Internacional; países emergentes; gestão de fluxos de capitais; cooperação monetária, rede global de proteção financeira

ADRIANO VILELA SAMPAIO

Professor Adjunto do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF).

E-mail: adrianovs@id.uff.br

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

MAURICIO AN-DRADE WEISS

Prof. Adjunto do Departamento de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Prof. Permanente do Programa de Mestrado Profissional de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

E-mail: mauricio.weiss@ufrgs.br

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0731-7716>

Abstract

The global crisis triggered in 2007/2008 has propelled changing initiatives on the international monetary system (IMS). It is argued on this paper that it is possible to find patterns in emerging countries' strategies since the 1990s and more markedly after the 2008 crisis, which would suggest their desire for a more stable IMS, especially regarding international financial flows. To this end, in addition to individual measures, the largest emerging countries have strengthened cooperation initiatives and pushed for changes in international economic institutions (IEI). Two sets of measures are analyzed. The first refers to the so called global financial safety net (GFSN). The second relates to management measures on capital flows. While the former works to mitigate the negative impacts of the instabilities of capital flows, the latter aims to reduce the own instabilities. We conclude that although the strengthening of the GFSN was important as a cushion for negative shocks, it has proved insufficient regarding the inherent vicissitudes of international liquidity cycles, so the need for management measures on capital flows still remains

Keywords: International Monetary System; emerging countries; management of capital flows; monetary cooperation, global financial safety network.

Introdução

Desde o padrão ouro-libra até os dias atuais, os países buscaram mecanismos de cooperação em torno de questões como regras de conversibilidade, regimes cambiais, investimento externo, entre outros, com o objetivo de desenvolver um sistema monetário internacional (SMI) estável e que propiciasse a integração comercial e financeira. As várias crises econômicas desde então, especialmente as de grande magnitude, como a crise financeira global deflagrada em 2007-2008 – doravante, crise de 2008 –, mostraram-se momentos favoráveis a mudanças. Outro elemento que contribuiu para tal sentimento no período recente foi a boa *performance* econômica de um grupo dos chamados países emergentes (PEs)¹. O acelerado crescimento no período anterior à crise e a maior resiliência a ela (especialmente em seus momentos iniciais) apontariam para a necessidade de dar maior voz aos PEs nos processos de governança global.

Segundo Prates (2002) e De Conti (2011), a configuração do SMI pode ser dada a partir de seus componentes, quais sejam, o regime cambial prevalente nos países centrais, o grau de mobilidade de capitais, a natureza da divisa-chave e as instituições econômicas internacionais (IEIs). Esses elementos podem condicionar a orientação do sistema, dando-lhe um caráter mais ou menos expansivo, estável ou instável, simétrico ou assimétrico, etc. O SMI sempre foi caracterizado pela hierarquia de moedas e o sistema contemporâneo ainda é marcado pela elevada instabilidade dos fluxos de capitais, combinação que leva a recorrentes movimentos desestabilizadores sobre as moedas dos PEs.

Neste artigo, busca-se entender de que forma os PEs procuraram alterar ou se adaptar à atual dinâmica do SMI. A hipótese aqui adotada é que,

¹ Neste artigo, os termos “emergentes”, “em desenvolvimento” e “periféricos” são usados como sinônimos e se referem a países cujas moedas têm pouca ou nenhuma aceitação internacional. Difere-se, portanto, das definições mais usuais empregadas por diferentes instituições internacionais. A título de exemplo, a Coreia do Sul é classificada como país desenvolvido pelo FMI. Todavia, sua moeda ainda não pode ser classificada como central e o país ainda se encontra exposto aos ciclos internacionais de liquidez, por isso aqui ela é tratada como periférica, como em De Conti (2011). Optou-se também por manter os termos utilizados originalmente pelos autores mencionados.

apesar de serem uma forma relativamente eficaz de autodefesa, as diversas medidas relacionadas à GFSN (individuais e cooperativas) dos países emergentes não alteram a estrutura e a dinâmica do SMI, sendo, portanto, insuficientes. O presente trabalho será dividido em três seções, além dessa breve introdução e da conclusão. A primeira seção tem por objetivo trazer aspectos teóricos e empíricos que justificariam a necessidade de alterações na configuração do SMI contemporâneo por parte dos PEs. A seção seguinte trata da chamada rede global de proteção financeira (*global financial safety net* - GFSN), tanto sua conceituação quanto sua capacidade de mitigar as instabilidades do SMI. Já a terceira seção fará um resgate da discussão sobre a implementação de medidas de gestão sobre os fluxos de capitais para os PEs, em especial no que tange aos controles em si.

I. Países emergentes e o SMI contemporâneo

A fim de compreender as motivações dos PEs em empreender mudanças no SMI, faz-se necessário analisar como eles são impactados pela sua dinâmica atual. O SMI contemporâneo é caracterizado pela livre movimentação de capitais, taxas de câmbio flutuantes e padrão monetário fundado no dólar fiduciário. Nesse contexto, a taxa de câmbio passou a ser a responsável para ajustar o balanço de pagamentos, mantendo o Fundo Monetário Internacional (FMI) como instrumento de auxílio de última instância.

Tal mudança no SMI teve impacto marcante sobre as economias emergentes. Por ocuparem uma posição inferior na hierarquia de moedas, os fluxos de capitais para tais países dependeriam, em última instância, da liquidez internacional, sendo, portanto, mais voláteis. Segundo Dow (2001), em momentos em que a preferência pela liquidez dos agentes privados se acirra no âmbito internacional, estes buscam a moeda internacional ou ativos nela denominados, enquanto as posições em moedas nos patamares mais baixos da hierarquia (de maior risco e retorno) seriam desfeitas.

Diferentes trabalhos empíricos com distintas abordagens econométricas vêm demonstrando desde os anos 1990 o caráter preponderantemente exógeno dos fluxos financeiros direcionados aos PEs e sua relação com o grau de aversão ao risco², como Bruno e Shin (2013), Rey (2013) e Weiss e Prates (2017). Esse caráter exógeno dos fluxos de capitais é agravado por outro fator da assimetria financeira apontado por Prates (2002). De um lado, o volume dos fluxos de capitais destinados aos PEs representa um elevado volume frente ao mercado financeiro desses países. De outro, esse volume equivale a uma pequena parte do portfólio dos grandes *players* globais e, caso eles decidam por alterar suas posições, ocasionariam impactos muito severos nessas economias.

A fragilidade dessa configuração do SMI mostrou-se latente com as crises cambiais da década de 1990 que atingiram PEs da Ásia, Europa e América Latina. Como forma de se defenderem da fragilidade estrutural do sistema, esses países buscaram reduzir a dependência de fluxos privados dos mercados financeiros internacionais e passaram a intervir mais no mercado de câmbio. A preocupação com a volatilidade cambial é amplamente justificável não apenas em contextos de crises econômicas, como também nos momentos de maior liquidez internacional, podendo, nesses casos, levar a fortes ondas de apreciação das moedas, tal como argumentam Combes, Kindae e Plane (2012).

Aizenman e Binici (2016) corroboram tanto o estudo empírico anterior, quanto a diferença da sensibilidade dos países desenvolvidos e emergentes às mudanças nos ciclos de liquidez internacional. Segundo os autores, entre 2000 a 2014, fatores externos desempenharam um papel significativo na pressão no mercado de câmbio para países da OCDE e mercados emergentes, embora com um impacto maior sobre os segundos. Todavia, quando se trata de fluxos de carteira de curto prazo e fluxos de investimento direto de longo prazo, os efeitos sobre o mercado de câmbio foram significativos apenas para os PEs.

² A variável VIX CBOE vem sendo usada de forma crescente na literatura como *proxy* do grau de aversão ao risco ou, em termos keynesianos, da preferência pela liquidez.

Outros estudos tiveram como foco a dependência dos fluxos financeiros direcionados aos PEs em relação à política monetária dos EUA. Esta teria se ampliado após a crise de 2008, com a disseminação de políticas monetárias não convencionais (PMNC)³ e com a posterior fase de especulação quanto ao fim e o fim de fato dessas políticas monetárias por parte dos EUA.

Tillmann (2016) mostra que a propensão do Fed a realizar QE impacta os influxos de capital (investimento de portfólio direcionado para PEs), preços das ações, taxas de câmbio e reduz os *spreads* dos títulos (*EMBI spread*) nos mercados financeiros emergentes. Anaya, Hachula e Offermanns (2017) encontraram evidências de que um choque expansionista na política monetária dos EUA se mostra significativo para uma alta nos investimentos de portfólio para os PEs e tem provocado impactos persistentes em variáveis reais e financeiras nos respectivos países. Além disso, predomina como resposta desses países um afrouxamento de sua própria política monetária. Ainda merece destacar que a heterogeneidade dos países não aparentou relevância para a diferenciação dos impactos decorrentes das alterações na política monetária dos EUA. Já o trabalho de Koepke (2018), que abarca o período de 2000 a 2013, destaca que, embora a política monetária *per se* apresente resultados significativos, os efeitos das alterações de expectativas da política monetária são superiores. Ademais, cabe ressaltar que há um efeito assimétrico sobre as alterações nas expectativas, pois quando elas se deterioram, a queda dos fluxos de capitais para os PEs é mais aguda que a elevação ocorrida nos momentos em que elas melhoram.

O que se pode observar a partir dos textos analisados é que, em geral, eles sugerem que bons fundamentos macroeconômicos domésticos possuem influência limitada para reduzir os impactos da política monetária dos EUA nos sistemas financeiros dos PEs. Deste modo, faz-se necessária a discussão de um conjunto mais amplo de medidas, visando dar maior estabilidade aos PEs.

³ Estas envolvem, de forma geral, políticas ultraexpansionistas de oferta monetária via compra maciça de ativos financeiros, conhecidas como *quantitative easing* (QE) e até mesmo o uso de taxas de juros negativas. Foram usadas em países como Dinamarca, EUA, Inglaterra, Japão, Suécia, Suíça e os países da zona do euro.

2. Rede global de proteção financeira

Antes da análise das medidas em si, vale a discussão para uma melhor compreensão da GFSN. Segundo o FMI (IMF, 2017), a formação dessa rede global ganhou força após a crise de 2008⁴. A GFSN é composta por cinco instrumentos: reservas internacionais, arranjos bilaterais de swaps entre bancos centrais, arranjos financeiros regionais (RFAs), instituições financeiras internacionais (como o FMI) e instrumentos de mercado (*market-based instruments*⁵). As principais funções dessa rede seriam: desenvolver mecanismos de prevenção de crises, provisão de recursos para momentos de crises e o incentivo a boas políticas macroeconômicas (*ibidem*).

Sobre a definição de GFSN utilizada pelo FMI, é questionável a inclusão das reservas internacionais como parte dela. Sendo um instrumento individual, não acessível a terceiros, elas não são uma linha de defesa para grupos de países, mas apenas para seu detentor. Nesse sentido, a GFSN deveria ser dividida em medidas individuais e cooperativas. Por medidas individuais, entendem-se aquelas que um país decidir autonomamente adotar, que, no caso específico, estariam relacionadas com o acúmulo de reservas internacionais. As cooperativas, por sua vez, são aquelas cujas adoção e configuração são decididas de forma conjunta, seja em acordos específicos, seja em organizações multilaterais. Assim, iremos dividir a presente seção entre reservas internacionais, na seção 2.1, e as demais medidas dentro do arcabouço da GFSN, na seção 2.2. Em seguida, na seção 2.3 far-se-á uma breve análise de tais medidas.

⁴ Embora desde a crise da Ásia já houvesse movimentações nesse sentido, principalmente na formação de reservas.

⁵ Conjunto de instrumentos financeiros que visam reduzir as pressões sobre mercados financeiros domésticos em períodos de maior turbulência. Contudo, no próprio texto essas medidas não são analisadas com maiores detalhes, dado que ainda são muito pouco utilizadas e de difícil aplicação. Denbee, Jung e Paternò (2016), por sua vez, sequer as adicionam como parte da GFSN. Deste modo, no presente artigo, elas não serão analisadas.

2.1. Reservas internacionais

Com intuito de evitar novas crises como as que ocorreram nos anos 1990 e ainda mitigar as pressões sobre o câmbio, diversos PEs aproveitaram o período de alta liquidez internacional vigente de 2003 a 2007 e adotaram estratégias defensivas, com destaque para o acúmulo de grandes volumes de reservas internacionais.

O acúmulo de reservas como estratégia defensiva encontra respaldo em diferentes estudos empíricos. Steiner (2013), por exemplo, observa que os bancos centrais de diversos PEs passaram a incorporar de forma permanente em seus balanços um volume crescente de reservas após a ocorrência de crises cambiais, principalmente as dos anos 1990. Um elemento importante nessa estratégia é que, embora as reservas possam auxiliar na mitigação de movimentos indesejados na taxa de câmbio, não se pode afirmar que essa seja a única ou principal função das mesmas. Mesmo os PEs que acumularam grandes volumes de reservas no período pré-crise optaram para que a pressão sobre as suas moedas fosse absorvida pela sua depreciação em vez da redução das reservas.

Segundo Denbee, Jung e Paternò (2016), nos momentos mais agudos da crise (entre julho de 2008 e fevereiro de 2009) a maioria dos PEs não usou mais que 25% de suas reservas. Essa atitude tem levado diferentes autores⁶ a concluir que o medo da flutuação cambial (*fear of floating*) de Calvo e Reinhart (2002) teria sido substituído pelo medo da perda de reservas (*fear of losing international reserves*). Tal conclusão é corroborada pelo estudo anterior de Steiner (2013), o qual observou que mesmo em períodos de grande pressão para depreciação sobre suas moedas, entre 2008 e 2010, os países detentores de grandes reservas optaram por não as utilizar.

A absorção dos choques externos por meio da taxa de câmbio em vez do uso das reservas pode ser observada na comparação entre os gráficos 1 e 2. Para analisar os impactos da crise financeira global e em fases posteriores,

⁶ Como Aizenman e Hutchison (2012) e Steiner (2013)

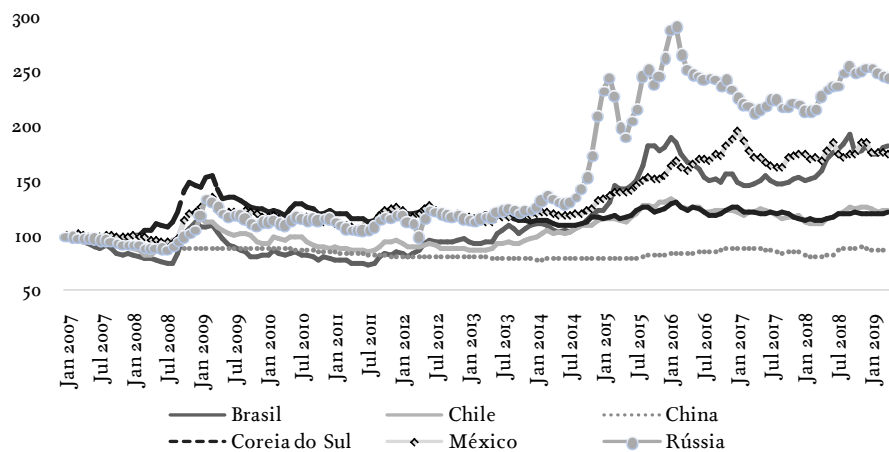
optou-se por escolher os seguintes PEs: Brasil, Chile, Coreia do Sul, México e Rússia. Além de apresentarem superávits ou pequenos déficits em transações correntes, possuíam um volume significativo de reservas. Eles têm em comum a abertura financeira durante os anos 2000, as quais possibilitaram tanto a liberdade de entrada e saída de capitais como a participação de bancos estrangeiros nessas economias (MIHALIJEK, 2005; AREAER, 2008, 2010 e 2012). Ou seja, com a análise desses importantes PEs busca-se reduzir o papel de eventuais problemas de indicadores de vulnerabilidade externa e centrar na dinâmica mais geral que relaciona os PEs com os ciclos de liquidez internacional. A observação de instabilidades cambiais em países com relativos bons indicadores de vulnerabilidade externa iria ao encontro do observado na seção anterior, isto é, condicionantes externos se sobrepõem aos internos. Ademais, para efeito de comparação, foi incluída a China, cujos aspectos específicos serão tratados posteriormente.

Como pode ser observado no gráfico 1, com o deflagrar da crise, a partir de setembro de 2008 até o início de 2009, as moedas listadas (exceto a chinesa) passam por um processo de depreciação. Passada a fase mais aguda, no segundo trimestre de 2009 há uma recuperação dos fluxos de capitais para os PEs e a tendência anterior à crise de apreciação das moedas é retomada, desta vez impulsionada pela adoção de políticas monetárias não convencionais (PMNC) nas economias avançadas, mais especificamente, os programas de *quantitative easing*.

No entanto, desde meados de 2013, e mais intensamente no início de 2014, ocorre um movimento generalizado de depreciação das moedas desses países, especialmente no Brasil, no México e, ainda mais acentuado, na Rússia. Para as moedas desses países, a depreciação chegou inclusive a ser mais intensa do que fora no auge da crise de 2008. Essa nova onda de depreciação pode ser compreendida a partir do contexto de estabilização do processo de forte expansão do balanço do Fed no início de 2013, da posterior onda de especulação quanto ao fim das PMNC nos EUA (fase conhecida

como *taper talks*) e do seu encerramento em outubro de 2014⁷. Porém, a especulação quanto ao início da elevação da taxa básica de juros se prolongou até o início do ciclo de alta, em dezembro de 2015. Desde então, as moedas têm oscilado (em diferentes graus), sem mudanças relevantes de nível.

Gráfico 1. Taxa de câmbio nominal - Países selecionados (jan/2007-abril/2019; jan/2007 = 100)



Fonte: International Monetary Fund, International Financial Statistic. Elaboração própria.

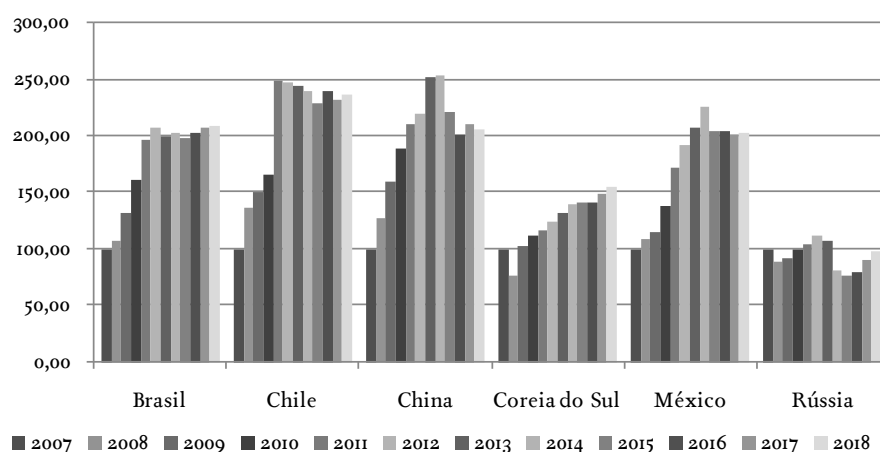
Já no que tange às reservas internacionais, conforme o gráfico 2, elas mantiveram suas trajetórias de alta na maior parte dos países no período mais intenso da crise, quando os países analisados, ressalva à China, sofreram depreciações significativas em suas moedas. As exceções foram Rússia e Coreia do Sul e apenas em 2008, quando as reservas desses países se reduziram em 10,96% e 23,26%, respectivamente, semelhante ao supramencionado teto de 25% de utilização das reservas observado em Denbee, Jung e Paternò (2016). Para efeito de comparação, a depreciação das taxas de câmbio entre dezembro de 2007 e 2008 foi de 14,5% e 47,1%, respectivamente. Contudo, como observado acima, a fase mais aguda se estendeu até o primeiro trimestre de 2009. Os dados trimestrais das reservas internacionais da Rússia junto ao BP/FMI se iniciam apenas no quarto trimestre de 2013. Fazendo a análise exclusivamente para a Coreia do Sul, observa-se que a taxa de

⁷ Sobre o impacto da política monetária dos EUA nos países emergentes, em especial no contexto das PMNC, ver Tillmann (2016), Anaya, Hachula e Offermanns (2017) e Koepeke (2018).

câmbio média de março de 2009 teve uma elevação de 47,9% para o mesmo mês do ano anterior, enquanto as reservas tiveram uma queda relativamente menos intensa, variando negativamente em 20% entre o primeiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009.

De modo geral, os PEs começaram a sentir pressões contra suas moedas desde os primeiros sinais de interrupção das PMNC nos EUA, ao fim de 2012. O encerramento desse programa elevou as incertezas em diversos mercados, não apenas de moedas periféricas, como também de *commodities*. A Rússia, por ser amplamente dependente das exportações de petróleo e derivados, passou a sofrer ataques contra sua moeda de forma crescente a partir de 2013 e principalmente 2014, o que acabou por se refletir nas suas reservas. Para efeitos de comparação, o rublo variou 64,34% entre março de 2014 e 2015. As reservas, por sua vez, tiveram uma queda de 26,69%. A depreciação da moeda russa continuou até meados de 2016 e foi retomada em 2018, mas, ao contrário do período anterior, as reservas tiveram trajetória inversa e se elevaram. Já o Brasil e o México, outros países que tiveram depreciação acentuada de suas moedas, variaram entre pequenas oscilações negativas e positivas das reservas após 2013, bastante distinto do comportamento de suas moedas.

Gráfico 2. Variação das reservas internacionais - Países selecionados (2007-2018; 2007 = 100)



Fonte: International Monetary Fund, International Financial Statistic. Elaboração própria.

Portanto, a análise da evolução das taxas de câmbio e das reservas internacionais corrobora o argumento do medo da perda de reservas, já que foi possível observar uma maior variação das primeiras. Isso levanta questões importantes quanto à efetividade e, principalmente, ao custo-benefício do acúmulo de reservas como estratégia de proteção, questão que será retomada na seção 2.3.

2.2. Cooperação e as instituições econômicas internacionais

Nesta seção é feita uma análise de medidas cooperativas adotadas nos últimos anos. Elas são divididas em multilaterais (no âmbito do FMI⁸), RFA e linhas de *swaps*.

Em relação ao FMI, segundo Duran (2015), no processo de mitigação dos efeitos da crise de 2008, a busca de auxílio no FMI se mostrou como uma última opção, em especial entre os grandes PEs. A percepção de que a instituição trabalha com um modelo de “receita pronta”, ainda influenciado pelo Consenso de Washington, sem levar em conta as especificidades de cada país, e a memória de experiências negativas no passado recente criaram um estigma político associado ao Fundo. Isso foi apontado pelo próprio *Independent Evaluation Office* (IEO) da instituição (IEO, 2013).

A relutância de governos em recorrer ao FMI por conta das condicionalidades e do custo político associado (estigma) fez com que o Fundo buscasse novos instrumentos e mudanças nas regras de condicionalidades (WOODS, 2014). Para fazer frente a eventos como a crise de 2008, o FMI aumentou os recursos disponíveis e criou novos instrumentos de auxílio financeiro. Nesse sentido, pode-se dizer que o FMI reconheceu que, com práticas como as das décadas de 1980 e 1990, seu papel de órgão estabilizador do SMI seria cada vez menor.

Um dos novos instrumentos foi a linha de crédito flexível (FCL), a qual provê fundos para países com “fundamentos sólidos” e por isso não tem

⁸ Por ser o responsável por questões relativas ao balanço de pagamentos, fluxos de capitais, regimes cambiais, etc.

condicionalidades *ex-post*. Já a linha de liquidez precaucionária (PLL) exige pré-requisitos para qualificação e condicionalidades *ex-post*, mas são menos abrangentes se comparadas a outras linhas. Em ambos, o acesso é automático, ou seja, o país pode acessar mesmo antes de haver efetivamente um problema, o que pode gerar uma sinalização positiva e evitar fugas de capitais e grandes desvalorizações (IMF, 2014a). No entanto, a baixa demanda por essas linhas, em um contexto de alta demanda por recursos, reforça a ideia do estigma, que estaria ligado mais ao FMI como instituição do que ao desenho de instrumentos específicos (*ibidem*).

Além da melhora de seus instrumentos, o FMI se propôs a funcionar de forma complementar a mecanismos de cooperação regional e linhas de *swaps*⁹, buscando melhorar sua imagem (*ibidem*). E abrandou sua posição sobre temas como estímulos fiscais, redução e melhoras de condicionalidades, regimes cambiais e controles de capitais para certos casos (IEO, 2013). Em relação à governança, a principal mudança se deu na questão das cotas. Na reforma de 2008, foi aprovada a duplicação do capital permanente do Fundo e a elaboração da atual fórmula de quotas, a qual serve como orientação para aumentos na distribuição das cotas (ver observações na tabela 1). Já no “Fourteenth General Review of Quotas” (14th Review) do FMI (IMF, 2010) ocorreu a redistribuição das cotas de forma *ad hoc* em favor dos grandes PEs. Por sua vez, no “Fifteenth General Review of Quotas” (15th Review) de 2016, houve a proposta de reformulação da metodologia de ponderações, com impactos potenciais significativos na distribuição de cotas. Concluindo essa nova metodologia, os PEs teriam um acréscimo de 13,1 p.p. entre 2005 e 2014 e os maiores países desenvolvidos teriam um decréscimo de 11,5 p.p. no mesmo período (IMF, 2016a). Em dezembro de 2019 o processo foi encerrado e as mudanças não foram aprovadas, de forma que as cotas se mantiveram inalteradas. Houve, no entanto, compromisso de continuar as discussões no 16th General Review of Quotas, que tem previsão de encerramento em 2023.

⁹ Como o CRA dos BRICS e a IMCM, abordados mais abaixo.

A última atualização das cotas calculadas, ainda com base na metodologia aprovada na reforma de 2008, ocorreu em julho de 2018 e fez uma revisão para os anos de 2004 a 2016. Ela apresenta uma tabela com os dados da evolução da distribuição de cotas efetiva e da distribuição de cotas calculada, a qual é reproduzida abaixo para os dez maiores cotistas (tabela 1). Nas duas primeiras colunas são trazidas as distribuições de cotas efetivas, com os valores da reforma de 2008 e após o 14th Review¹⁰. Adicionou-se ainda uma terceira coluna para demonstrar a evolução percentual com as alterações nas distribuições ocorridas no 14th Review. As próximas quatro colunas trazem as distribuições de cotas calculadas para os anos de 2005, 2008, 2015 e 2016. Mais uma vez adicionou-se uma nova coluna, dessa vez para observar a variação entre a distribuição de cotas efetiva após o 14th Review e a distribuição de cotas calculada.

Como pode ser observado, apesar da efetivação na mudança de distribuição de cotas já ter tido um impacto relevante em prol dos principais PEs, caso a distribuição seguisse estritamente a de cotas calculadas, ela seria significativamente alterada. Por exemplo, a China, que já havia subido ao terceiro posto, passaria ao segundo lugar, próximo à participação dos EUA. Com a mudança metodológica prometida no 15th Review, a diferença entre a distribuição de cotas real e calculada seria acentuada. Como o FMI tem destacado a importância de uma representação de cotas mais condizente com a relevância dos países emergentes em diversos documentos, como em IMF (2016a), é de se esperar que essa nova metodologia resulte em mudanças efetivas na distribuição de cotas.

¹⁰ Para um melhor dimensionamento, em termos nominais, os EUA, após a 14ª revisão, tinham 82,994 bilhões de DES, cerca de US\$114,6 bilhões pela cotação de 02/07/2020.

Tabela 1. Distribuição de cotas e cálculo de novas repartições de cotas (%)

	Divisão efetiva de cotas *			Divisão calculada de cotas**				Variação % entre cota calculada (2016) e efetiva (14th Review)
	Reforma de 2008	14th Review	Variação % após 14th Review	2005	2008	2015	2016	
EUA	17,7	17,4	-1,5	19,0	17,0	14,5	14,7	-15,3
Japão	6,6	6,5	-1,4	8,0	6,5	5,1	5,1	-21,0
China	4,0	6,4	60,0	6,4	7,9	12,6	12,9	101,2
Alemanha	6,1	5,6	-8,6	6,2	5,7	5,0	4,9	-12,1
França	4,5	4,2	-6,2	4,0	3,8	3,2	3,1	-26,3
Reino Unido	4,5	4,2	-6,2	4,4	4,7	3,6	3,6	-14,9
Itália	3,3	3,2	-4,4	3,3	3,0	2,4	2,3	-26,8
Índia	2,4	2,7	12,6	2,0	2,4	3,1	3,2	16,6
Rússia	2,5	2,7	8,5	2,1	2,9	2,6	2,4	-9,5
Brasil	1,8	2,3	29,9	1,7	2,2	2,3	2,2	-6,5

(*) Divisões estabelecidas na reforma de 2008 e na reforma após o 14th Review, a qual se mantém até o presente trabalho.

(**) Distribuição de cotas com base na metodologia proposta na reforma de 2008 e que é ainda a fórmula corrente, a qual leva em consideração o tamanho do PIB (50%), o grau de abertura (30%), o crescimento econômico (15%) e as reservas internacionais (5%).

Fonte: Updated IMF Quota Data—July 2018 (August 9, 2018)

Há também propostas para o fortalecimento do Direito Especial de Saque (DES) como ativo de reserva internacional. Em 2009 houve novas alocações, no valor total de 170,5 bilhões de DES¹¹(OCAMPO, 2017). O DES pode ser um instrumento eficiente no gerenciamento da liquidez global e facilitar o equacionamento de crises de balanços de pagamentos caso se tornassem efetivamente a divisa-chave do sistema. Entre os principais benefícios estariam a desvinculação da provisão da divisa-chave de um país ou região e a possibilidade de controle anticíclico da liquidez (*ibidem*). O autor defende

¹¹ Aproximadamente US\$235,4 bilhões.

até mesmo a possibilidade do DES ser uma moeda gerenciada somente pelo FMI (ao invés de lastreada por uma cesta de moedas), de forma que o Fundo pudesse prover recursos aos países de forma elástica, como um banco comercial.

Ao mesmo tempo que buscam alterações nas IEIs, os países podem desenvolver mecanismos paralelos e complementares a elas, como os RFAs, que podem abarcar fundos conjuntos de reservas, acordos multilaterais de *swap*, linhas de curto prazo, entre outros. Embora a constituição de arranjos financeiros regionais venha já da década de 1970, eles se fortaleceram e/ou se expandiram após 2008 (IMF, 2014a). Houve, por exemplo, a expansão da Iniciativa de Chiang Mai (ICM). Criada em 2000, após a crise da Ásia em 1997-1998, a ICM era uma rede de *swaps* bilaterais da ASEAN+3¹² para fortalecer a cooperação econômica entre seus membros¹³. Em março de 2010, a CMI foi rebatizada de Iniciativa de Multilateralização de Chiang Mai (IMCM), tornando-se um arranjo multilateral, governado por um acordo único (até então havia dezesseis acordos bilaterais em vigor) (KHOR, 2017). Essa “multilateralização” teve dois principais objetivos: equacionar problemas de balanço de pagamentos e prover liquidez de curto prazo em dólares aos países membros e complementar arranjos financeiros internacionais já existentes (*ibidem*).

Em relação aos instrumentos, houve extensão de prazos das linhas já existentes e expressiva elevação dos volumes disponíveis, que passaram de US\$39,5 bilhões para US\$120 bilhões em 2010, e para US\$240 bilhões em 2014. Foi criada também uma linha de prevenção de crises (*CMIM-Precautionary Line*) como complemento à linha de resolução de crises já existente. Além disso, a parcela não condicionada ao FMI foi elevada de 20% para 30%. Cabe observar que, para alguns países membros, os recursos disponíveis via CMIM já são maiores que os via FMI (KHOR, 2017). O autor destaca ainda

¹² Composta pelos países da ASEAN, China, Coreia do Sul e Japão.

¹³ Antes da ICM, o Japão defendia a criação de um Fundo Monetário Asiático, mas com a oposição dos EUA e do FMI a iniciativa não vingou (OCAMPO, 2017).

que, por não exigir subscrição de capital, os custos associados à IMCM são menores que outros RFAs.

Além disso, houve uma importante iniciativa dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), que em 2014 criaram um fundo comum de moedas conversíveis para auxílio mútuo em períodos de crise, nos moldes do que foi feito pelos países asiáticos. O fundo (*Contingent Reserve Arrangement* - CRA) tem US\$100 bilhões em recursos, sendo US\$41 bilhões disponibilizados pela China, enquanto Brasil, Índia e Rússia disponibilizaram US\$18 bilhões cada e a África do Sul, US\$5 bilhões. É importante destacar que se um país demandar mais que 30% do total disponível a ele, a liberação dos recursos fica sujeita a condicionalidades, como um acordo com o FMI. Mesmo os países avançados desenvolveram mecanismos dessa natureza. Em 2010 foi criado o Mecanismo Europeu de Estabilidade Fiscal, que em 2012 se tornou o Mecanismo Europeu de Estabilidade (EFSF e ESM nas siglas em inglês, respectivamente). No entanto, apesar da proliferação de tais instrumentos, com exceção da Europa, o uso dos mesmos foi limitado (IMF, 2014a).

O estabelecimento ou reforço de linhas de *swaps* foi outro importante mecanismo de cooperação após a crise de 2008. Até 2007, a maioria das linhas de *swaps* eram as da então CMIE e até 2015 haviam chegado a 118, envolvendo 42 países (DENBEE, JUNG & PATERNO, 2016). Foram expandidas linhas de *swaps* entre bancos centrais de países avançados, criadas linhas entre emergentes e avançados e mesmo entre emergentes. Há *swaps* tanto em moedas “fortes” quanto em periféricas, como o renminbi e o won coreano. No imediato pós-crise, os EUA, por exemplo, disponibilizaram linhas de *swaps* para uma série de países, incluindo grandes emergentes (Brasil, Coreia do Sul e México). Segundo Duran (2015), como emissor da moeda central o Fed funcionou nessa ocasião como um emprestador de última instância em âmbito global.

Em 2011, os bancos centrais dos EUA, Reino Unido, Canadá, Japão, Suíça e o Banco Central Europeu estabeleceram um acordo de *swaps* em dólares e moedas domésticas, sem limite de recursos. Em 2013, esse acordo foi

tornado permanente, mas as linhas com os emergentes e outras economias avançadas não foram renovadas conforme foram expirando (IMF, 2017). Atualmente, a China é o país com a rede mais ampla de linhas bilaterais de *swaps*, tendo acordos com 35 países (MCDOWELL, 2019), cujo valor total estimado é de US\$500 bilhões. Os acordos bilaterais de *swaps* também foram usados para conter instabilidades regionais, como foi o caso do Japão com Malásia, Singapura, entre outros, e dos países da Escandinávia com os países bálticos.

Até 2007, a maioria das linhas de *swaps* era as da então ICM e desde então o número subiu para 118, envolvendo 42 países e com um limite formal de US\$1,2 trilhões (*ibidem*). Tal valor não inclui as linhas estabelecidas pelos países desenvolvidos, uma vez que elas não têm limite formal, ou seja, o tamanho da rede de *swaps* vai muito além do valor descrito. Assim, a rede de *swaps* bilaterais erigida após a crise teria uma capacidade de alavancagem maior até do que a do próprio FMI (DURAN, 2015, p. 9). Para a autora, a criação da supracitada linha de *swaps* ilimitada entre BCs de economias avançadas mostra que “*At the centre of the monetary system, the IMF has been side lined in monetary cooperation*” (*ibidem*, p. 15).

Segundo James (2013), o longo tempo decorrido desde a última grande crise internacional (1929) havia reduzido a percepção acerca da importância da cooperação e coordenação de políticas, mas no imediato pós-crise a cooperação via linhas de *swaps* atingiu volumes sem precedentes e foram efetivas em mitigar a instabilidade financeira e lidar com a baixa liquidez internacional vigente.

2.3. Avaliando a GFSN

A partir de IMF (2017), pode-se fazer uma análise da adequação dos mecanismos da GFSN. Foram usados aqui quatro critérios: previsibilidade, rapidez, confiabilidade e custos políticos e econômicos. A previsibilidade diz respeito à garantia de que os recursos estarão disponíveis quando necessários e que os termos em que eles serão negociados são conhecidos. A

rapidez (velocidade) com que eles podem ser acessados é relevante porque pode ser um fator decisivo em momentos de crise. Se os recursos puderem ser usados enquanto durarem os choques e a renovação e extensão das linhas forem simples, eles terão confiabilidade. Por último, os custos econômicos e políticos (incluindo o estigma associado ao uso) têm que estar dentro do aceitável para que o mecanismo seja eficiente para a prevenção e contenção de crises. Pela tabela abaixo, é possível avaliar os diferentes mecanismos por esses critérios. Para todos os critérios, o valor 2 indica que o mecanismo é adequado; 1, que é limitado e 0, inadequado.

Quadro 1. Adequação da GFSN

	Reservas	Swaps	FMI	RFAs
Previsibilidade	2	1	2	1
Rapidez	2	2	1	0
Confiabilidade	1	1	1	1
Custos	0	2	0	1

Fonte: Adaptado a partir de IMF (2017).

Sobre os aspectos observados no quadro 1, os acordos de swaps têm como principais pontos positivos a rapidez e os custos. Sobre o último, como não há subscrição de capital, só há custo se os recursos forem efetivamente usados e mesmo assim seriam pouco acima dos de mercado (DENBEE, JUNG & PATERNO, 2016). Acerca da previsibilidade e confiabilidade, a limitação vem de serem acordos entre países, de forma que fatores políticos podem interferir e dificultar o acesso. Sobre o FMI, se a previsibilidade é uma segurança importante para os países, os altos custos políticos (estigma) fazem com que os países tenham grande relutância em recorrer a ele. Por último, os RFAs podem ser pouco eficientes quando o país precisa efetivamente acessar os recursos porque, como normalmente envolvem países de uma mesma região, questões políticas podem atrapalhar na hora de promover liberação de recursos. Além disso, sendo de uma mesma região, há a possibilidade de que eles estejam expostos aos mesmos choques externos (preços de *commodities*, política monetária de países centrais, etc.), gerando

uma sincronia perversa de elevadas necessidades de recursos e baixa disposição e capacidade de provisão de recursos (*ibidem*).

As reservas internacionais teriam como principais vantagens a previsibilidade e a rapidez, já que elas estão disponíveis imediatamente para seu possuidor e a decisão sobre o uso só cabe a ele. O ponto negativo seriam os custos, dados pelo diferencial das taxas domésticas e dos títulos usados para composição das reservas.

Dada a importância das reservas internacionais como mecanismo de defesa e o uso generalizado destas, é feita uma análise mais extensa sobre seus custos e benefícios. Analisando a utilização de reservas internacionais pelos PEs, Chamon e Magud (2019) defendem que a intervenção cambial por meio de variação nas reservas também pode ser útil tanto para países com taxa de câmbio fixo quanto flutuante, pois evitam que choques externos, em especial paradas súbitas nos fluxos de capitais, sejam absorvidos apenas por depreciações nas moedas. Mesmo com as acentuadas depreciações observadas em diversos países latino-americanos após a crise de 2008, os autores argumentam que não houve o mesmo impacto em termos de alta de inflação e tampouco contrações mais intensas, como ocorrera em crises anteriores.

A respeito da eficácia das reservas, estudos empíricos como os de Aizenman e Riera-Crichton (2006) encontraram uma relação positiva entre aumento das reservas internacionais e redução na volatilidade cambial. Já Daude, Yeyat e Nagengast (2016) encontraram evidências de que o uso de reservas foi eficiente para mover a taxa de câmbio para a direção desejada, embora as vendas de reservas tenham sido menos eficazes em conter depreciações do que as vendas em mitigar apreciações. Em uma análise sobre as pressões do mercado externo decorrente da crise de 2008 sobre os PEs, Aizenman e Hutchison (2012) concluíram que os países com maior relação entre passivos externos e PIB foram os mais afetados e os que possuíam maior relação dívida externa de curto prazo e reservas internacionais foram os que sofreram maior impacto sobre as taxas de câmbio.

Entre as limitações para o uso de reservas, a despeito de seus benefícios, estão os custos fiscais significativos aos países, como mencionado anteriormente. Já Chamon e Magud (2019) argumentam que o maior problema de elevados níveis de reserva está relacionado à questão do *moral hazard*. Isto ocorre porque agentes confiantes no elevado volume dos bancos centrais podem assumir posições mais arriscadas, expondo-se a dívidas externas de curto prazo, por exemplo.

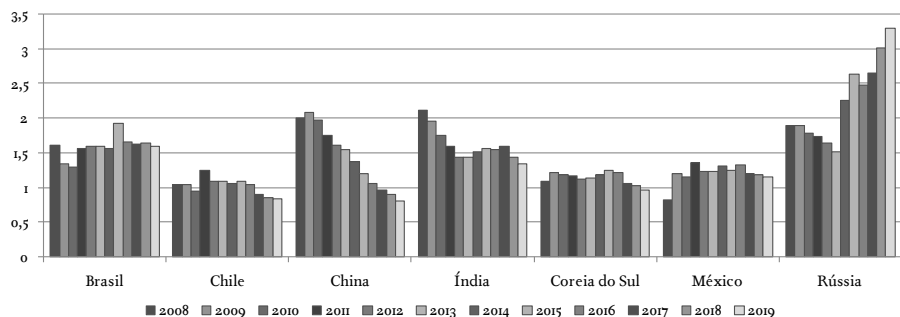
As vantagens e desvantagens da manutenção de elevados volume de reservas internacionais incitaram um amplo debate sobre qual seria o seu nível ótimo. Um indicador largamente utilizado pela literatura é o Guidotti-Grenspan-IMF. De acordo com ele, um país deve manter o nível de reservas internacionais equivalente ao total de endividamento de curto prazo. Jeanne e Rancière (2009) atualizam o indicador e encontram que uma relação ótima de reservas seria de 91% do endividamento externo de curto prazo ou 9,1% do PIB. Atualmente, tem sido utilizado com maior frequência para PEs uma estimação implementada pelo FMI denominada de *Assessing Reserve Adequacy* (ARA). O ARA é uma métrica mais ampla, que inclui exportações, possibilidade de liquidação de ativos domésticos, dívida externa de curto prazo e outros passivos externos relacionados aos fluxos de portfólio. São considerados patamares adequados entre 100% e 150% desse indicador, sendo que, quanto maior rigidez do regime cambial, mais próximo de 150% ele deve estar (IMF, 2015).

Ainda de acordo com Chamon e Magud (2019), os níveis para os *Latin American 5* (Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru) pareciam estar adequados, com exceção do Peru, o qual se encontra excessivamente alto. Já para as Economias Emergentes Asiáticas, a Malásia passou a estar abaixo do patamar considerado adequado após 2012 e Filipinas e Malásia encontram-se em patamares superiores ao necessário. Os demais estariam dentro dos patamares adequados.

Retomando aos países anteriormente tratados na evolução da taxa de câmbio e reservas, o gráfico 3 apresenta os movimentos com base no ARA médio de cada ano. De acordo com essa metodologia, os países anteriormente tratados

mantiveram desempenho semelhante após a crise de 2008, com exceção da Rússia e da China, sendo que o Brasil também apresentou uma alta moderada. Dada a rigidez do regime cambial, a China, que apresentava o indicador mais alto no pré-crise (2,08), passou a ser o único país que estaria mais longe da sua meta-alvo, próximo a 1,5, estando em 0,81 (na próxima seção discutiremos esse caso específico). Chile, Coreia do Sul e México têm se mantido próximos aos patamares considerados adequados e, pela trajetória de queda não ser acentuada, esse cenário ainda não se mostra preocupante. Porém cabe uma atenção ao caso chileno, o mais baixo dentre os três. O Brasil tem se mantido próximo ao teto de 1,5. Em todo o caso, nenhum desses países estaria com o nível de reservas exageradamente acentuado, exceção novamente à Rússia, com 3,29, e que tem tido uma estratégia agressiva de aumento das reservas, chegando ao patamar de 300%, o dobro do teto do adequado. Porém, aqui não cabe avaliar o custo do crescimento dessas em termos de diferencial de juros, pois grande parte desse crescimento se deu com base no ouro, que, ao término de 2018, representava 19% do total das reservas, próximo à parcela em dólares (22%) (BIRYUKOV, ROWLING & FEDORINOVA, 2019). Esse movimento de compra de ouro como reserva também tem sido seguido pela China (PAKIAM, 2019)¹⁴. Todavia, a discussão dessas estratégias foge ao escopo do presente trabalho.

Gráfico 3. Taxa de reserva pela métrica ARA do FMI - Países selecionados (2008-2019)



Fonte: Adaptado a partir de IMF (2017). Fonte: IMF – Ratio of reserve/ARA metric. Elaboração própria.

¹⁴ Embora o peso no total seja muito menor que no caso russo.

Retomando a questão mais geral da eficácia da GFSN, duas observações precisam ser mencionadas. Primeiramente, acerca de sua eficácia. Apesar de a GFSN ser uma rede extensa e envolver altos valores, em termos globais ela ainda seria falha devido a dois fatores principais. Um deles são os altos custos, especialmente no caso das reservas. O outro é decorrente de um desequilíbrio entre os países e regiões. Enquanto alguns estariam muito bem protegidos, até mais do que o necessário, como asiáticos, Oriente Médio e Norte da África, outros não teriam a proteção necessária, como a América Latina e a África subsaariana (SHAFIK, 2015). Além disso, segundo Duran (2015), não apenas o FMI, mas os próprios RAFs, já existentes ou novos, foram pouco acionados pelos PEs no enfrentamento dos problemas de balanço de pagamentos decorrentes da crise de 2008. As medidas unilaterais foram as mais usadas, especialmente as reservas internacionais. Esgotada essa primeira linha de defesa, esses países recorreram preferencialmente a acordos bilaterais *ad hoc* em detrimento do acesso formal a instituições regionais ou multilaterais (*ibidem*).

Em segundo lugar, questiona-se a capacidade da GFSN tornar o sistema efetivamente mais seguro. Aqui é defendido que essa rede tem como principal ponto positivo a redução dos impactos negativos do sistema, sem, contudo, alterar de forma substancial seu funcionamento. Mais especificamente, a GFSN reduz os efeitos negativos (crises de liquidez, depreciações cambiais etc.) da instabilidade dos fluxos de capitais advinda de um sistema hierárquico, assimétrico e de alta mobilidade de capitais, mas não altera de forma significativa nenhum desses elementos.

3. Gestão sobre os fluxos de capitais

Como observado na seção 2.3, nenhum dos instrumentos tratados mostra-se plenamente adequado ao enfrentamento de crises. O ponto em comum de todas essas medidas é que elas têm por objetivo mitigar as instabilidades dos fluxos de capitais. Nesse sentido, pode-se questionar a não utilização mais difundida de controles de capitais. Segundo Rodrik (2006), isso seria

decorrente de pressões dos agentes que operam nos mercados financeiros. Enquanto as técnicas de controles de capitais imporiam regras e limites às operações dos agentes, medidas como o acúmulo de reservas seriam amigáveis aos mercados financeiros e, portanto, de menor resistência. Essa perspectiva é corroborada por Steiner (2013), o qual argumenta que os elevados patamares das reservas internacionais têm sido utilizados em substituição às medidas de controle de capitais como prevenção para reversões súbitas dos fluxos de capitais. Dada a importância dessa questão, nesta seção, busca-se discutir brevemente que medidas são entendidas como controles de capitais e são apresentados trabalhos que discutem resultados de casos recentes de países que fizeram uso de tais instrumentos.

Em primeiro lugar, é necessário deixar claro que tipos de instrumentos podem ser usados para se proteger das instabilidades dos fluxos. Segundo IMF (2017), as medidas de gerenciamento de fluxos de capitais (CMFs na sigla em inglês) abrangem aquelas que distinguem os fluxos a partir da residência de origem/destino, as quais seriam as medidas mais especificamente de controles de capital, e as medidas que não fazem distinção pela residência e têm como principal objetivo limitar o risco sistêmico, as chamadas medidas macroprudenciais. Essas medidas de gestão de fluxos de capital visam, então, influenciar os fluxos por meio de: i) medidas que diferenciam transações com base na moeda, incluindo um subconjunto de medidas prudenciais; e ii) outras medidas que são tipicamente aplicadas no setor não financeiro (impostos sobre certos investimentos, por exemplo). O trecho abaixo ilustra bem a distinção:

As set out in IMF (2012b), the prime difference is the objective. CFMs are designed to limit capital flows. Macroprudential measures are prudential tools that are designed to limit systemic vulnerabilities. This can include vulnerabilities associated with capital inflows and exposure of the financial system to exchange rate shocks. While there can therefore be overlap, macroprudential measures do not seek to affect the strength of capital flows or the exchange rate per se. (IMF, 2013, p. 8)

Ou seja, dentro do objetivo mais geral de reduzir o risco sistêmico, as medidas macroprudenciais buscam mitigar os efeitos da alta mobilidade dos fluxos, enquanto os controles vão à raiz do problema, a mobilidade em si.

A distinção entre essas medidas também pode ser observada em Epstein, Grabel e Jomo (2004), que definem controles de capitais como sendo a intervenção no livre movimento de capitais. Já a regulação prudencial incidiria sobre o mercado financeiro doméstico, compreendendo a exigência de determinado padrão de adequação do capital, requisitos de informação, ou restrições nas capacidades de inovação financeira e limitações nos tipos e destinos de financiamento. Os autores constataram que, atuando em conjunto, tais medidas aumentam o potencial de sucesso.

No presente trabalho, embora entendamos que a regulamentação prudencial deva estar sempre presente, daremos prioridade à discussão das medidas de controle em si, quando for possível a separação, por se tratarem de medidas que visam reduzir a própria instabilidade dos fluxos financeiros, diferentemente das medidas prudenciais que teriam o sentido de minimizar os efeitos dessa instabilidade.

A importância de uma prática mais abrangente na gestão sobre os fluxos de capitais praticadas pela China pode ser observada na comparação do comportamento da taxa de câmbio chinesa com a de outros PEs. O renminbi foi a única moeda que não apresentou variação significativa na fase mais aguda da crise de 2008 e a que apresentou uma trajetória mais estável no período posterior (ver gráfico 1).

Em um momento de grande pressão para depreciação sobre as moedas dos PEs – a fase de especulação sobre o fim das PMNC –, esse país optou por flexibilizar certas medidas de controle cambiais. Isso ocorreu entre os anos de 2014 e 2016¹⁵. Nesse período, a China empenhou grande volume de reservas para tentar conter a depreciação de sua moeda, em torno de US\$ 1 trilhão, segundo Yongding (2019), movimento evidenciado no gráfico 2, o qual

¹⁵ *Annual Report On Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) 2015, 2016 e 2017.*

indica uma queda das reservas a partir de 2014, sendo que, no período analisado, os anos de 2014 e 2015 são os únicos em que há queda de reservas. Diante disso, o país optou pela retomada dos apertos de controle de capitais, principalmente no sentido de restrição de saída¹⁶. Como resultado dessas medidas e em combinação com o enfraquecimento do dólar, a China conseguiu conter a onda de depreciação de sua moeda.

Experiências bem-sucedidas com as práticas de gestão sobre os fluxos de capitais têm levado até mesmo autores com participações frequentes nos documentos do FMI a reconhecer sua importância, a exemplo de Ostry *et alii* (2010) e Qureshi *et alii* (2011). Até a visão institucional do órgão passou a tratar sobre a relevância das CFMs, como pode ser visto em IMF (2012). Nesses trabalhos, foram encontrados efeitos significativamente estatísticos das CFMs para evitar apreciação excessiva das moedas, conter a elevação de empréstimos externos nos momentos de alta dos ciclos *boom-burst*, dar maior grau de autonomia à política cambial, alongar a composição dos fluxos de capitais e tornar o país mais resiliente aos momentos de reversão de liquidez.

Os trabalhos anteriores fazem advertências de que as medidas de CFMs, notadamente a questão mais específica dos controles, devem ser adotadas com ressalvas devido aos seus prováveis custos, sendo que Qureshi *et alii* (2011) enfatizam os aspectos microeconômicos que tais controles poderiam ocasionar. Ostry *et alii* (2010), por sua vez, defendem o uso de controles de capitais, mas sempre com cautela. Segundo esses autores, os controles poderiam reduzir os impactos negativos de grandes influxos de capitais (como apreciação cambial e bolhas de crédito), mas deveriam ser usados somente depois de outras opções de política¹⁷. Essa visão, que considera controles como instrumentos de última instância, pode ser vista também no documento de 2012 (IMF, 2012). Nele, fica clara a posição de que medidas de

¹⁶ *Annual Report On Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER, 2017).

¹⁷ Sobretudo, política cambial (valorização da moeda), redução da taxa de juros e medidas de política fiscal.

controle de capitais devem ter caráter temporário, não devem ser utilizadas como substitutas de política macroeconômica e só em situações emergenciais¹⁸ devem ser usadas de forma isolada. As medidas macroprudenciais, por sua vez, teriam menores ressalvas.

Já o documento IMF (2016b) sintetiza a literatura sobre as CFMs após a adoção da visão institucional de 2012 do FMI e conclui que essa literatura tem tratado as CFMs como eficazes na redução das vulnerabilidades macroeconômicas e financeiras associadas aos fluxos de capitais. Contudo, o documento, tal qual o de 2012, argumenta ser difícil a distinção entre o impacto das CFMs e de outras políticas que são implementadas ao mesmo tempo. Ademais, a literatura empírica recente não teria abordado de forma específica questões centrais para a visão institucional, tais como impactos das CFMs sobre o volume e a composição dos fluxos, a erosão da eficácia das CFMs ao longo do tempo, a eficácia das medidas discriminatórias e não discriminatórias e os efeitos indiretos do uso dos CFMs.

O interessante nessa análise é que as ressalvas não são colocadas como pontos negativos das CMFs, mas apenas que necessitam de análises posteriores. Ademais, embora seja entendida ainda como algo benéfico para o desenvolvimento dos países, a liberalização total dos fluxos de capitais não poderia ser uma meta adequada para todos os países e períodos.

Artigos empíricos posteriores ao documento IMF (2016) também buscaram avaliar o uso de controles em PEs. No estudo de Ghosh, Ostry e Qureshi (2017) envolvendo 50 PEs entre 2005 e 2013, os autores encontram como medida de respostas das autoridades econômicas a elevação nas taxas de juros, intervenção no mercado de câmbio, aperto de medidas macroprudenciais e implementação de controle de capitais; já políticas fiscais contracíclicas não foram observadas. Quanto aos controles de capital, os resultados obtidos indicam que PEs respondem às elevações nos influxos de capital apertando os controles de entrada. A maior rigidez para os fluxos de entrada se

¹⁸ Para evitar uma rápida depreciação cambial, por exemplo.

deu em especial como decorrência da intensificação dos investimentos em portfólio e outros investimentos. Todavia, os autores ainda encontraram que houve relaxamento dos controles sobre saída. Já Caporale *et alii* (2017) reforçam a importância da implementação de medidas de controle de capitais para estabilizar o mercado cambial em países cujos fluxos de capitais afetam a volatilidade da taxa de câmbio.

As perspectivas de adoção de controle sobre fluxos de capitais até aqui tratadas se referem a medidas individuais que os países poderiam implementar. No entanto, alguns autores, a exemplo de Giordani *et alii* (2017), entendem que o país que adote medidas restritivas quanto à entrada de capitais pode alcançar seus objetivos individuais, mas que esses fluxos poderiam ser direcionados para outros países com características semelhantes, que então poderiam passar por instabilidades. Como consequência, poderia haver uma resposta política no terceiro país. Os autores testaram esse argumento para um grupo de 78 países emergentes e em desenvolvimento para o período de 1995 a 2009. Os testes econométricos reforçaram parte do argumento: de fato o transbordamento para países próximos foi observado, contudo, não se verificou resposta política a esses movimentos. Portanto, medidas nesse sentido, além da necessidade de controles sobre entradas e saídas, deveriam ser adotadas conjuntamente por um grupo relevante de países, para evitar a chamada arbitragem regulatória. Com a difusão de amplos controles, a evasão seria mais difícil.

Considerações finais

As mudanças no SMI geradas pelo conjunto de medidas dentro do arcabouço da GFSN tornaram o sistema mais seguro para uma série de países, seja pelos mecanismos de autodefesa, seja pelos cooperativos. O acúmulo de reservas antes da crise de 2008 foi uma opção por um caminho de mudanças autônomas nas formas de integração dos PEs ao SMI. A maior resiliência na crise de 2008 de determinados países que promoveram essa integração mais cautelosa (alguns inclusive com controles de capitais) e

o alto crescimento em boa parte da década de 2000 fizeram com que eles ganhassem mais voz na governança do SMI. Além disso, esses países mostraram não apenas disposição, mas efetiva capacidade em contribuir com mudanças, a exemplo do aumento de suas contribuições (cotas) no FMI. Nesse sentido, as próprias medidas autônomas podem ter contribuído para a maior influência dos PEs nas medidas cooperativas.

Todavia, tanto as medidas individuais quanto o desenvolvimento da GFSN não provocam mudanças estruturais no sistema, apenas mitigam seus efeitos adversos. Para uma transformação mais estrutural, seria preciso agir sobre os fundamentos do sistema para que a GFSN fosse menos necessária. Entre esses elementos estariam a mobilidade de capitais e a divisa-chave. O uso de gestão sobre os fluxos de capitais em suas diferentes formas, como as medidas macroprudenciais e as mais específicas de controle, agindo tanto no controle de entrada quanto de saída, tornaria a instabilidade menor. Além disso, seriam desejáveis que medidas de cooperação não se limitassem aos aspectos de fornecimento de liquidez em situações de maior instabilidade, mas que também houvesse uma maior coordenação internacional em medidas de controle sobre os fluxos de capitais, nos moldes ao observado durante o período de Bretton Woods.

Mesmo instrumentos mais *market-friendly*, como um imposto global sobre transações financeiras internacionais, poderiam indicar um início mais promissor. Conforme discutido anteriormente, há diferentes possibilidades de combinação de medidas de gestão sobre os fluxos de capitais e poder-se-ia argumentar que o ideal seria a incorporação de um conjunto amplo de ferramentas de forma concomitante. Do mesmo modo, seria mais eficiente que os controles fossem usados de forma coordenada entre os países, a fim de reduzir a possibilidade de arbitragem regulatória e, assim, aumentar a eficiência dos mesmos.

No que se refere à divisa-chave, a principal opção seria o maior uso do DES, com o FMI tendo maior poder sobre sua criação, de forma que possa criar ativos de reserva internacional mais livremente. Ou seja, o gerenciamento

da liquidez internacional ficaria a cargo de uma instituição multilateral, que poderia agir de forma contracíclica, reduzindo a dependência da liquidez do sistema das políticas monetárias dos países desenvolvidos. Tal argumento não ignora o papel quase irrelevante do DES atualmente e que não há perspectivas de que isso se altere de forma significativa no curto ou médio prazo. Ademais, como salientado por Denbee, Jung e Paternò (2016), a elevação da importância das linhas de *swaps* na crise de 2008 em detrimento das linhas de crédito do FMI reforça ainda mais a centralidade do dólar e dos EUA no sistema. A mudança da divisa-chave em um SMI é um processo muito complexo, que foge do escopo deste artigo, ainda sim, é papel dos pesquisadores no tema apontar medidas que possam levar a um sistema mais estável e seguro.

Com o fim de Bretton Woods, o ressurgimento dos mercados financeiros globais fez com que elementos-chave do regime de governança fossem “privatizados”: *“Once banks and bonds had supplanted the IMF as the major sources of financing for a broad range of nations, the overall supply of liquidity effectively became hostage to the vagaries of international investment or sentiment (...)”* (COHEN, 2013, p. 7). Destarte, o impulso dado pela crise de 2008 à construção da GFSN pode representar uma mudança importante em direção a um sistema mais cooperativo. No entanto, faz-se necessário aprofundar medidas que mudem estruturalmente o sistema, retomando o protagonismo perdido para os mercados privados. Se, por um lado, as mudanças necessárias apontadas são politicamente muito complexas, sem medidas desse tipo os países teriam que despender esforços cada vez maiores em mecanismos cujos custos não são desprezíveis.

Referências

- AIZENMAN, J. & BINICI, M. "Exchange market pressure in OECD and emerging economies: Domestic vs. external factors and capital flows in the old and new normal", *Journal of International Money and Finance*, n. 66, pp. 65-87, 2016.
- AIZENMAN, J. & HUTCHISON, M. H. "Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves: Emerging Markets and Fear of Reserve Loss During the 2008-09 Crisis", *Journal of International Money and Finance*, n. 31, 5, pp. 1076-1091, 2012.
- AIZENMAN, J. & RIERA-CRITCHTON, D. "Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration". In: *NBER Working Papers*, n. 12363, National Bureau of Economic Research, Inc., 2006.
- ANAYA, P.; HACHULA, M. & OFFERMANN, C. J. "Spillovers of U.S. unconventional monetary policy to emerging markets: The role of capital flows", *Journal of International Money and Finance*, v. 73, pp. 275-295, 2017.
- BIRYUKOV, A.; ROWLING, R. & FEDORINOVA, Y. "Russia Is Dumping U.S. Dollars to Hoard Gold" In: *Bloomberg*, March 28, 2019.
- BRUNO, V. e SHIN, H. S. *Capital flows, cross-border banking and global liquidity*. NBER Working Paper Series, 2013
- CALVO, G. A. & REINHART, C. M. "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, n. 117(2), pp. 379-408, May 2002.
- CAPORALE, M.; ALI, F. M.; SPAGNOLO, F. & SPAGNOLO, N. "International portfolio flows and exchange rate volatility in emerging Asian markets", *Journal of International Money and Finance*, n. 76, pp. 1-15, 2017.
- CHAMON, M. & MAGUD, N. E. "Why Intervene?". In: CHAMON, M.; HOFMAN, D.; MAGUD, N. E. & WERNER, A. *Foreign Exchange Intervention in Inflation Targeters in Latin America*. IMF, 2019.
- COHEN, B. "Global Turmoil: The International Monetary System Today", *The BRICS and Asia Currency Internationalization and International Monetary Reform. Paper No. 1.*, 2013.
- COMBES, J.-L.; KINDA, T. & PLANE, P. "Capital flows, exchange rate flexibility, and the real exchange rate", *Journal of Macroeconomics*, n. 34, pp. 1034-1043, 2012.
- DAUDE, C.; YEYATI, E. L. & NAGENGAST, A. J. "On the effectiveness of exchange rate interventions in emerging markets", *Journal of International Money and Finance*, n. 64, pp. 239-261, 2016.
- DE CONTI, B. M. *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 2011.
- DENBEE, E.; JUNG, C. & PATERNO, F. "Stitching together the global financial safety net. Financial Stability Paper" In: *Bank Of England*, n. 36, 2016.
- DOW, S. "International liquidity preference and endogenous credit". In: DEPREZ, J. & HARVEY, J. *Foundations of International Economics Post Keynesian perspectives*. London: Routledge, 2001.
- DURAN, C. V. "The International Lender of Last Resort for Emerging Countries: A Bilateral Currency Swap?", *GEG Working Paper 2015/108*, 2015.
- EPSTEIN, G.; GRABEL, I. & JOMO, K. "Capital management techniques in developing countries: an assessment of experiences from the 1990s and lessons for the future", *G-24 Discussion Paper 27*, 2004.
- GHOSH, A. R.; OSTRY, J. D. & QURESHI, M. S. "Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?", *IMF Working Paper 17/60*, 2017.
- GIORDANI, P. E.; RUTA, M.; WEISFELD, H. & ZHU, L. "Capital flow deflection", *Journal of International Economics*, n. 105, 2017.

- IEO. *The role of the IMF as trusted advisor*. Washington DC: International Monetary Fund, 2013.
- IMF. *Annual Report On Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Washington, DC: International Monetary Fund, vários anos.
- IMF. *Fourteenth General Review of Quotas—The Size of the Fund: Initial Considerations and The Chairman's Concluding Remarks*, March 12, 2010.
- IMF. *The liberalization and management of capital flows: an institutional view*, 2012. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>. Acesso em 03/12/2012
- IMF. *Key aspects of macroprudential policy*, 2013
- IMF. "Review of Flexible Credit Line, The Precautionary and Liquidity Line, and The Rapid Financing Instrument", *IMF Policy Paper*, 2014a.
- IMF. "Quota formula—data update and further considerations", *IMF Policy paper*, 2014b.
- IMF. *Assessing Reserve Adequacy - Specific Proposals*, 2015.
- IMF. *Fifteenth General Review of Quotas - Report of the Executive Board to the Board of Governors*, November 2, 2016a.
- IMF. "Capital flows—review of experience with the institutional view", *IMF Policy Paper*. Press Release n. 16/573, 2016b.
- IMF. "Adequacy of the global financial safety net - considerations for fund toolkit reform.", *IMF Policy Paper*, 2017.
- IMF. "Fifteenth and Sixteenth General Reviews of Quotas. Report of the Executive Board to the Board of Governors", *Policy Paper* n. 20/007, 2020.
- IMF Data Mapper. *Ratio of reserve/ARA metric*, 2019.
- JAMES, H. "International Cooperation and Central Banks", *CIGI Essays on International Finance*, vol. 1, October, 2013.
- JEANNE, O. & RANCIÈRE, R. "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: a New Formula and Some Applications", *IMF Working Paper*, n. 06/229, 2009.
- KHOR, H.E. "Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM): Progress and Challenges". Apresentação, 2017.
- KOEPKE, R. "Fed policy expectations and portfolio flows to emerging markets", *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 2018.
- MCDOWELL, D. "The (Ineffective) Financial Statecraft of China's Bilateral Swap Agreements", *Development and Change*, n. 50(1), pp. 122–143, 2019.
- MIHALIJEK, D. "Survey of central banks views on effects of intervention", *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 24, 2005.
- OCAMPO, J. *Resetting the international Monetary (non) System*. Oxford: Oxford University Press, 2017.
- OSTRY, J. D.; HABERMEIER, K.; LAEVEN, L.; CHAMON, M.; QURESHI, M. & KOKENYNE, A. "Managing capital inflows: What tools to use?", *IMF Staff Discussion Note*, 2010.
- PAKIAM, R. "China Is on a Big Gold-Buying Spree". In: *Bloomberg*, April 8, 2019
- PRATES, D. M. *Crises financeiras dos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa*. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 2002.
- QURESHI et alii "Managing Capital Inflows: What Tools to Use? Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies", *Working Paper 17363*. Cambridge, MA 02138, 2011.
- REY, H. *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. London Business School, CEPR and NBER, 2013.

RODRIG, D. "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", *International Economic Journal*, n. 20 (3), pp. 253–66, 2006.

SHAFIK, M. "Fixing the global financial safety net: lessons from central banking". In: *Bank Of England*, 2015.

STEINER, A. "How central banks prepare for financial crises – An empirical analysis of the effects of crises and globalisation on international reserves", *Journal of International Money and Finance*, n. 33, pp. 208–234, 2013

TILLMANN, P. "Unconventional monetary policy and the spillovers to emerging markets", *Journal of International Money and Finance*, n. 66, pp. 136-156, 2016.

WEISS, M.A. & PRATES, D. M. "Análise teórica e empírica dos determinantes dos fluxos de capitais financeiros para os países em desenvolvimento no contexto da globalização financeira", *Nova Economia*, v. 27, pp. 85-117, 2017.

WOODS, N. "Global Economic Governance After the 2008 Crisis: A New Action Plan for the Reform of Global Economic Governance", *GEG Working Paper 2014/89*, 2014.

YONGDING, Y. "Como liberar o renminbi". In: *Valor Econômico*, 08/03/2019.