

CONTROLES DE CAPITAL: A REORIENTAÇÃO RECENTE DA *MAINSTREAM ECONOMICS* E A ABORDAGEM KEYNESIANA-ESTRUTURALISTA

Capital controls: the recent reorientation of mainstream economics and the structuralist-Keynesian approach

Diego Garcia Angelico*

Giuliano Contento de Oliveira†

Resumo

O artigo discute os controles de capital na visão *mainstream economics* e na abordagem keynesiana-estruturalista. Argumenta-se que, embora a reorientação recente do *mainstream economics* sobre os controles de capital seja um marco notável, essa nova abordagem sobre o uso de controles de capital permanece incompleta devido ao fato de não reconhecer devidamente as assimetrias inerentes ao Sistema Monetário-Financeiro Internacional (SMFI) contemporâneo e os seus efeitos sobre as economias. Neste sentido, o artigo explica porque a *mainstream economics* defende o uso de controles de capital apenas de forma temporária, enquanto a abordagem keynesiana-estruturalista sustenta o uso de controles de capital permanentes pelos países, destacadamente no caso das economias periféricas.

Palavras-chave: Sistema Monetário-Financeiro Internacional; Controles de Capital; Economia Dominante; Abordagem keynesiana-estruturalista.

Códigos JEL: F3, F38, F41.

Abstract

The article discusses capital controls in the mainstream economics view and the Keynesian-structuralist approach, arguing that although mainstream economics' recent reorientation on capital controls is notable, this new approach remains incomplete because it does not recognize the asymmetries inherent to the contemporary International Financial-Monetary System and its effects on economies. Therefore, the paper explains why mainstream economics advocates the use of capital controls only temporarily while the Keynesian-structuralist approach supports the use of permanent capital controls by countries, especially peripheral ones.

Keywords: International Financial-Monetary System; Capital controls; mainstream economics; structuralist-Keynesian approach.

JEL Code: F3, F38, F41.

* Doutor em Economia pelo IE/Unicamp e Pós-doutorando na mesma instituição. Pesquisador do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (Ceri-IE-Unicamp). E-mail para contato: diego_angelico@hotmail.com

† Professor do IE/Unicamp e bolsista PQ2 do CNPq. Pesquisador do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (Ceri-IE-Unicamp). E-mail para contato: giueco@unicamp.br

1. Introdução

Controles de capital constituem um importante instrumento de política econômica que os Estados Nacionais do centro e da periferia capitalista utilizaram por muitas décadas, notadamente ao longo da ordem de Bretton Woods. No entanto, com o colapso deste sistema, a ascensão dos mercados globalizados e hegemonia neoliberal, este instrumento passou a ser concebido como anacrônico e ineficiente pela *mainstream economics*. Com efeito, desde o último quarto do século XX, os controles de capital passaram a constituir um importante ponto de divergência entre as abordagens convencional e keynesiana-estruturalista em economia.

No entanto, os efeitos deletérios da crise global deflagrada em 2007-08 e o uso de controles por países emergentes como resposta às políticas expansionistas adotadas por diversas economias desenvolvidas recolocaram esse tema sob os holofotes do debate econômico. Com efeito, a *mainstream economics* passou a admitir e, até mesmo, recomendar o uso de controles de capital. Teria havido, então, um consenso a esse respeito entre as abordagens mencionadas?

Como forma de responder essa questão, este artigo tem o objetivo de analisar a reorientação recente da *mainstream economics* e a abordagem keynesiana-estruturalista sobre os controles de capital. Argumenta-se que enquanto na primeira o uso dos controles é ainda concebido preponderantemente como esporádico, para lidar com eventuais falhas de mercado, na abordagem keynesiana-estruturalista o uso dos controles deve assumir um caráter permanente, diante da instabilidade de natureza estrutural dos fluxos internacionais de capital – resultante de um sistema monetário internacional baseado e moedas nacionais e, portanto, hierarquizado. Destarte, persistem notáveis divergências entre essas duas abordagens, de forma que este artigo permite uma interpretação crítica da recente reorientação da *mainstream economics*.

O artigo foi realizado a partir de um enfoque lógico-histórico, com base em revisão bibliográfica. Do ponto de vista da sua organização, ele foi dividido em duas seções, além desta introdução e da conclusão. Na primeira seção, realizou-se a revisão dos principais trabalhos da *mainstream economics* sobre controles de capital, enquanto na segunda, por seu turno, discutiu-se a abordagem keynesiana-estruturalista, perpassando a estrutura e dinâmica do atual Sistema Monetário-Financeiro Internacional (SMFI) e o uso de controles de capital de caráter permanente.

2. A visão da *mainstream economics*

Os instrumentos de regulação sobre fluxos de capital externo podem ser divididos em três categorias, a saber:

- i) Controles de capital: medidas regulatórias que incidem diretamente sobre fluxos financeiros provenientes de agentes externos, ou seja, são discriminatórias com base no critério de residência do investidor;
- ii) Medidas macroprudenciais: instrumentos de regulação que incidem sobre o sistema bancário e financeiro doméstico e cujo objetivo consiste em impactar indiretamente fluxos de capital externo; e
- iii) Instrumentos de intervenção sobre derivativos – notadamente sobre derivativos cambiais: intervenções realizadas por meio de tributação sobre o valor nocional desses instrumentos financeiros.

Isto posto, é importante frisar que o termo que vem sendo utilizado na literatura *mainstream economics* para discutir regulação sobre os fluxos internacionais de capital, a saber, *Capital Flows Management Measures* (CFMs), compreende tanto as medidas de regulação que discriminam pelo critério de residência do investidor, ou seja, os controles de capital propriamente ditos, como também aquelas que não realizam essa discriminação, vale dizer, as medidas macroprudenciais e os instrumentos de intervenção sobre derivativos (Ostry et al., 2012; Ghosh et al., 2014).

É possível subdividir o grupo de estudos da *mainstream economics* quanto ao tema em questão em três categorias, quais sejam:

- i) trabalhos publicados especialmente ao longo dos anos 1990, cujos resultados implicaram majoritariamente uma defesa por políticas orientadas para a plena abertura financeira das economias e a adoção de um regime de flutuação cambial e regulação microprudencial no plano doméstico;
- ii) trabalhos publicados especialmente ao longo do interregno que sucede as crises dos países emergentes e se estende até a eclosão da crise financeira global de 2008-09. Sob a influência da abordagem dos limiares, uma característica predominante nesse conjunto de estudos corresponde à mudança de perspectiva quanto ao que seria a forma mais apropriada de abertura financeira que uma dada economia emergente deveria adotar; e

iii) trabalhos publicados em todo o período que sucede a crise financeira global de 2008-09 e que, portanto, ainda está em aberto, envolvendo dois subconjuntos de trabalhos, a saber: a) estudos econométricos que avaliam a eficácia, sob alguns parâmetros predeterminados, de controles de capital e medidas macroprudenciais impostas por economias emergentes ao longo do período que sucede a crise internacional; e b) sob influência dos resultados encontrados por tais estudos, o desenvolvimento de modelos novo-keynesianos que fundamentam teoricamente o uso dessas medidas regulatórias por economias emergentes. Isto posto, vale frisar que é justamente nesta categoria de trabalhos em questão que se concentra a reorientação da *mainstream economics* com relação aos controles de capital.

2.1 A defesa da plena conversibilidade

A primeira categoria dos estudos da *mainstream economics* quanto aos CFMs corresponde aos estudos econométricos publicados ao longo dos anos 1990 que contemplaram, principalmente, os seguintes aspectos: i) os determinantes e a (in)eficácia dos controles de capital remanescentes da ordem de *Bretton Woods* que ainda estavam em vigor em algumas economias em desenvolvimento (assim denominadas nesta literatura); e ii) os principais determinantes das crises bancárias e cambiais que incidiram sobre diversas economias em desenvolvimento ao longo das décadas de 1980 e 1990 (Fischer, 1997; Demirgüç-Kunt e Detragiache, 1998; Johnston e Ryan, 1994; Johnston e Tamirisa, 1998; Rossi, 1999).

Em relação ao primeiro aspecto mencionado, vale salientar que os controles de capital que ainda estavam em vigor nas economias em desenvolvimento contempladas por esses estudos eram bastante distintos das medidas de regulação dos fluxos internacionais de capital usadas mais contemporaneamente, especialmente quando comparadas àquelas utilizadas para fazer frente aos efeitos da crise financeira internacional deflagrada em 2008-09. Assim sendo, tais controles correspondiam a medidas remanescentes do aparato regulatório de *Bretton Woods*, de forma que, em conjunto com medidas restritivas sobre as transações correntes do balanço de pagamentos, seus principais objetivos consistiam em garantir o relativo equilíbrio do balanço de pagamentos; evitar a evasão de divisas e redução da base tributável, em contexto de alta inflação; e regular o sistema financeiro doméstico (Johnston e Ryan, 1994; Johnston e Tamirisa, 1998; Rossi, 1999).

Não obstante a importância que esses controles em específico tiveram ao longo da ordem internacional que caracterizou o pós-guerra, o advento da globalização financeira impôs um verdadeiro impasse com relação à pertinência do uso dessas medidas regulatórias.

Isso porque a crescente adesão das economias à conversibilidade das transações correntes e a regimes de flutuação cambial, a difusão dos processos de desregulamentação e liberalização financeira e o compromisso dos governos com a inflação baixa e estável foram progressivamente tornando obsoletos os controles de capital que tinham os objetivos indicados.

Destarte, ao longo do período que compreende meados dos anos 1980 e 1990, os controles incidentes sobre a saída de fluxos de capital já não mais apresentavam eficácia quanto ao objetivo de gerir o balanço de pagamentos (Johnston e Ryan, 1994; Johnston e Tamirisa, 1998). Ademais, a existência de resultados, embora não consensuais, que associam o uso de controles sobre a entrada de capital a impactos negativos sobre o crescimento econômico e sobre a estabilidade financeira desses países também denota o então descompasso que havia entre essas medidas regulatórias e a configuração do SMFI contemporâneo.

Adicionalmente a essas questões, a leitura que alguns desses estudos fazem sobre a ocorrência das diversas crises bancárias e cambiais que ocorreram ao longo dos anos 1980 e 1990 também merece destaque. Isso porque não fora atribuído, ao menos não de forma dominante, uma relação direta entre essas crises e os processos de abertura financeira que estavam sendo promovidos por diversas das economias periféricas (nesta literatura, denominadas economias em desenvolvimento ou economias emergentes) contempladas por tais trabalhos (Demirguç-Kunt e Detragiache, 1998; Fischer, 1997; Rossi, 1999). Os principais determinantes das referidas crises que foram apontados por esses estudos podem ser resumidos em três fatores: 1) condições externas – dentre as quais se destaca a taxa internacional de juros; 2) a presença de seguros explícitos nos depósitos bancários (o que supostamente elevaria o risco moral dos agentes); e 3) as elevadas taxas domésticas de juros reais. Assim, a posição dominante foi justamente a de incentivar as economias periféricas a intensificarem os processos de abertura financeira em conjunto com a adesão a regimes de flutuação cambial, visto que o maior grau de integração financeira promoveria, dentre outros benefícios, uma equalização das taxas reais de juros entre diferentes países e ajustes autocorretivos da taxa de câmbio (Fischer, 1997).

Consequentemente, a regulação microprudencial passou a incorporar o *rol* das principais medidas regulatórias defendidas pela *mainstream economics*, tendo em vista, principalmente, sua função quanto à redução das assimetrias de informações e a suposta ausência de distorções produzidas sobre os fluxos internacionais de capital (Johnston e

Tamirisa, 1998). Deste modo, as prescrições regulatórias dominantes nessa primeira etapa, ou seja, o período que compreende grande parcela dos processos de liberalização da conta financeira, possuem uma abordagem individual, caso a caso (ou não-sistêmica), tendo como principal objeto de análise as instituições financeiras sujeitas à regulação ora descrita (Rossi, 1999).

2.2 A abordagem dos limiares

A ocorrência das referidas crises bancárias e cambiais aparentemente não exerceu um impacto imediato nas recomendações da *mainstream economics* quanto aos processos de abertura financeira. Mas, pode-se afirmar que no decorrer do tempo os efeitos persistentes dessas crises modificaram essa percepção. Destarte, ao longo dos anos 2000, diversos estudos empíricos evidenciaram os efeitos deletérios dessas crises e, além disso, apresentaram contrapontos a diversos pressupostos ortodoxos que balizaram os processos de abertura financeira.

A abordagem dos limiares advoga que os benefícios da liberalização financeira podem levar um certo tempo para produzir os benefícios esperados nessas economias. Mais especificamente, argumenta-se que os benefícios da abertura financeira começam a se fazer presentes apenas a partir de um certo nível de integração financeira em relação ao PIB. Os principais resultados encontrados nessa literatura podem ser sumarizados da seguinte forma:

- i) Não há relação entre abertura financeira e maiores taxas de crescimento econômico, como em Prasad et al. (2003), Kose et al. (2009) e Rodrik e Subramanian (2009);
- ii) As economias avançadas possuem uma diversificação de riscos superior em relação aos países emergentes devido ao maior grau de integração financeira e interconexão entre as economias avançadas, conforme apresentado por Kose et al. (2009), Bluedorn et al. (2013) e Lane e Milesi-Ferretti (2007). Consequentemente, a volatilidade do consumo não caiu precisamente para os países emergentes. Em vez disso, esse indicador até aumentou em alguns períodos, como apresentado por Prasad et al. (2003) e Calderón e Levy-Yeyarti (2009);
- iii) Os fluxos internacionais de capitais tendem a ser procíclicos e influenciados diretamente pela política e condições monetárias dos países avançados, como mostrado por Arora e Cerisola (2000), Calvo e Reinhart (2002) e Kaminsky et al. (2004);
- iv) A dinâmica dos investidores institucionais impõe restrições à emissão de passivos externos das economias periféricas e, portanto, à capacidade de absorção de poupança

externa por elas, como destacam Eichengreen et al. (2003), Reinhart et al. (2003), e Eichengreen et al. (2007);

v) Devido às constatações “iii” e “iv”, o acesso das economias periféricas aos mercados financeiros internacionais apresenta interrupções e reversões, os quais afetam negativamente a atividade econômica desses países, como apontam Rodrik e Velásco (1999), Calvo et al. (2004) e Edwards (2007). Esses processos também implicam perda de autonomia da política monetária para as economias periféricas, diferentemente da conclusão da macroeconomia convencional baseada na trindade impossível.

O conjunto desses estudos empíricos certamente contribuiu para uma reorientação da *mainstream economics* quanto à liberalização financeira, mas sem implicar a recomendação do uso de controles de capital, mesmo que esporádicos, para economias emergentes.

2.3 Evidências empíricas

Na visão da *mainstream economics*, com base no conceito de paridade descoberta de juros (1), a combinação entre as políticas de liberalização financeira e flutuação cambial promove a equalização entre as taxas de juros, cotadas em mesma moeda, dos países que aderem a esses regimes. Isso porque:

$$\Delta\varphi_{t,k} = \alpha + \beta(i_{t,k} - i_{t,k}^*) + \varepsilon_{t,k} \quad (1)$$

sendo, $\Delta\varphi_{t,k}$ a variação observada da taxa de câmbio (igual à esperada, com o pressuposto das expectativas racionais); $i_{t,k}$ é a taxa de juros doméstica de maturidade k; $i_{t,k}^*$ é a taxa internacional de juros de maturidade k; e $\varepsilon_{t,k}$ o erro de previsão aleatório.

Assim, segundo este teorema, que em sua versão forte pressupõe a perfeita substituíbilidade dos ativos de diferentes países e plena mobilidade de capitais, a variação observada (e esperada) da taxa de câmbio em uma determinada economia deve corresponder ao seu diferencial de taxa de juros interna e externa. O teorema supõe, portanto, a equalização das taxas de juros dos países, cotadas em mesma moeda, a partir do mecanismo de arbitragem.

Relaxando o pressuposto da perfeita substituíbilidade dos ativos de diferentes países, mediante a introdução de uma medida de risco-país ($\vartheta_{t,k}$), composta pelos prêmios de risco político e de risco de *default*, tem-se (2):

$$\Delta\varphi_{t,k} = \alpha + \beta(i_{t,k} - i_{t,k}^*) - \mu\vartheta_{t,k} + \varepsilon_{t,k} \quad (2)$$

Entrementes, estudos econométricos realizados no âmbito da *mainstream economics* buscaram testar se $\beta = 1$, condição que satisfaz a condição de paridade descoberta de juros; ou se $\beta \neq 1$, condição que revela a existência de desvios da condição de paridade e torna, assim, justificável a utilização de controles de capital pelos países. Tais controles, contudo, seriam apenas esporádicos, visto que desvios da paridade são concebidos como anomalias temporárias, um *puzzle*. Isso porque se uma dada economia pratica taxa nominal de juros superior à taxa de juros internacional, sua taxa de câmbio irá se desvalorizar ao longo do prazo de maturidade dos títulos de referência das taxas de juros usadas no cálculo, em vista da sua apreciação cambial no momento t das equações.

Os estudos empíricos realizados nesse âmbito apontaram diversos efeitos colaterais produzidos pela liberalização financeira, particularmente sobre as denominadas economias emergentes, tais como redução de autonomia da política monetária, a existência de desvios na condição de paridade descoberta de juros e a ausência de ajustes da taxa real de câmbio capazes de viabilizar o equilíbrio externo para esse conjunto de economias (De Gregorio, 2014; Ghosh et al., 2014; Rey, 2015; Frankel e Poonawala, 2010; Alper et al., 2009; Chinn e Meredith, 2005; Mehl e Capiello, 2009).

Diante das novas evidências empíricas, então, lançou-se as bases para a realização de estudos econométricos orientados para avaliar a eficácia dos CFMs com relação a parâmetros diversos, cujos principais resultados são resumidos a seguir.

Os resultados dos estudos *cross-country* apontam para a relativa eficácia dos CFMs em aumentar a autonomia da política monetária, alongar a maturidade do passivo externo e combater os *booms* de crédito, embora este último objetivo seja alcançado principalmente por meio de políticas macroprudenciais. Por outro lado, os resultados sobre o objetivo de amenizar as pressões sobre a valorização cambial foram mistos, com poucas evidências de que os CFMs possam efetivamente reduzir o volume líquido dos fluxos de capitais. Esses resultados foram fornecidos principalmente por Magud et al. (2011), Habermeier et al. (2011), Fernandez et al. (2014), Aizenman e Binici (2016), Pasricha et al. (2018), e Forbes et al. (2016).

Como os resultados acima se referem especialmente a CFMs esporádicos, alguns poucos outros estudos que analisam controles de capital permanentes versus esporádicos fornecem uma medida de sua eficácia relativa.

O trabalho de Klein (2012) evidenciou que os controles de capital permanentes foram superiores aos controles de capital esporádicos para impulsionar o crescimento econômico e reduzir os riscos financeiros. Mais precisamente, o trabalho de Klein (2012) aponta para uma relação positiva entre o uso permanente de controles de capital e a taxa de crescimento econômico em algumas economias asiáticas. O estudo de Fernández et al. (2016), por sua vez, revela que os controles permanentes de capital também mostraram um co-movimento mais forte entre as diferentes classes de instrumentos sujeitos aos controles, indicando uma maior eficácia em evitar a evasão. Mais especificamente, indica um maior grau de complementação dos controles entre diferentes classes de fluxos de capital quando seu uso também é permanente.

De toda a forma, o uso permanente de controles dificilmente não aparece nas recomendações da *mainstream economics* e não tem sido incorporado pela maior parte dos novos modelos teóricos. A grande maior parte dos estudos econométricos analisam o uso esporádico de controles de capital. As experiências de algumas importantes economias emergentes quanto ao uso ou intensificação da utilização de controles de capital e medidas macroprudenciais ao longo do pós crise financeira global de 2008-09 concorreu para impulsionar parte considerável desses estudos. Há, pois, um certo pragmatismo da literatura *mainstream economics* em relação à eficácia desses instrumentos, na medida em que os trabalhos realizados foram suscitados pela sua utilização muitas vezes anunciada publicamente pelos *policy makers*. Disso decorreu o reconhecimento da pertinência desses controles e a sua recomendação de caráter esporádico, uma forma de justificar a defesa da mobilidade internacional de capitais mesmo com o uso desses instrumentos.

Por isso, como afirmam Peruffo, Silva e Cunha (2021, p.175), essas novas prescrições da *mainstream economics* “[...] accepts capital controls up until the point where they do not harm the broader process of economic liberalization [...]”.

Outra importante contribuição dos estudos da *mainstream economics* foi a investigação da eficácia relativa das medidas prudenciais e dos controles de capitais impostos pelas economias desenvolvidas e emergentes, além da análise dos efeitos *spillover*. Esses estudos são muito importantes para o debate sobre os aspectos multilaterais dos controles de capital e, portanto, indispensáveis em futuras discussões sobre a coordenação internacional dos CFMs. As medidas prudenciais (que discriminam com base na denominação da moeda da transação) impostas pelos países desenvolvidos foram mais eficazes na redução do volume de fluxos de capitais *cross-borders* vis-à-vis controles de capital (que discriminam com base na

residência do investidor) impostos por países emergentes (Binici et al., 2010; Ghosh, Qureshi e Sugawara, 2014; Aizenman e Binici, 2016).

Além disso, os controles de capital foram relativamente mais eficientes em aumentar a maturidade dos passivos externos e a autonomia da política monetária ao longo do período que antecedeu a crise financeira global deflagrada em 2008. Os controles de capital impostos no período pós-crise, caracterizado por baixas taxas de juros globais, foram menos eficazes e tiveram *spillover effects* mais fortes, conforme resultados de Pasricha et al. (2018) e Forbes et al. (2016).

2.4 A abordagem novo-keynesiana

Uma nova literatura teórica que sustenta a pertinência dos controles de capital está surgindo na *mainstream economics*. Essa nova literatura responde às falhas dos modelos ortodoxos que sustentaram a liberalização financeira plena, bem como às evidências empíricas da eficácia, sob diversos parâmetros, dos controles de capital e das políticas macroprudenciais impostas por diversos países. Esses novos modelos ortodoxos são, portanto, construções *ex-post* e configuram uma importante reorientação na *mainstream economics*, dada a influência da modelagem teórica nas políticas econômicas futuras.

Um dos primeiros teóricos que fundamentaram o uso de controles de capital nesse contexto foi Korinek (2011). A construção teórica em questão formaliza o uso prudencial dos controles de capital. De acordo com o modelo, as economias emergentes apresentam um ‘excesso de endividamento externo’ devido à entrada de capitais, visto que os agentes privados não internalizam as consequências de uma futura restrição ao financiamento devido ao endividamento excessivo. Durante a fase de boom, os ingressos de dívida elevam o consumo interno, promovem a inflação de ativos (que também é usada como garantia em operações de financiamento) e provocam a valorização cambial. No entanto, um choque negativo em uma dessas variáveis promove o fenômeno da ‘amplificação financeira’, caracterizada por depreciação cambial, deflação de ativos e contração da demanda agregada. Nesse cenário, os agentes privados são submetidos a um círculo vicioso que leva à relativa interrupção do financiamento externo e/ou ao aumento de seus custos.

O uso de controles prudenciais de capital induziria, então, os agentes domésticos a internalizar a totalidade dos riscos em suas decisões de endividamento e, portanto, evitar um processo de ampliação financeira. Consequentemente, os controles prudenciais de capital

podem promover a suavização intertemporal do consumo e elevar o crescimento econômico, confrontando assim a ortodoxia até então vigente (Korinek, 2011; Ostry et al., 2012).

Diante da literatura empírica sobre a eficácia relativa dos controles de capital, alguns modelos têm buscado explicar teoricamente porque alguns controles atingem seus objetivos com mais frequência do que outros. Um dos principais estudos em formalizar essa nova abordagem a respeito dos controles de capital é o de Magud et al. (2011). Os autores primeiro assumem que os países impõem controles de capital para atingir quatro objetivos, a saber: reduzir os fluxos de capital de curto prazo (*hot money*); reduzir o volume de entrada de capitais, que podem trazer riscos financeiros; suavizar a pressão de apreciação cambial; e aumentar o grau de autonomia da política monetária. Isto posto, os controles de capital podem ser eficientes em elevar a maturidade do passivo externo e aumentar a autonomia da política monetária se a elasticidade da entrada de capital de curto prazo em relação à soma do passivo externo for superior à unidade (Magud et al. 2011).

Dadas as novas evidências sobre a eficácia dos controles de capital, diversos economistas também buscaram identificar as classes de fluxos de capital para as quais o uso de CFMs seria teoricamente desejável. Na pesquisa nesse campo, destaca-se o estudo de Blanchard et al. (2017) pela inovação teórica nos modelos convencionais de economia aberta. Os autores distinguem os fluxos de capital destinados às economias emergentes em termos de títulos e ‘não títulos’, em que a primeira classe engloba títulos de dívida e a segunda engloba principalmente instrumentos de *equity* e IEDs, como método para identificar se os fluxos de capitais são expansionistas ou contracionistas.

De um lado, os títulos de dívida são contracionistas, seguindo os modelos IS-LM-BP, porque esse tipo de fluxo de capitais valoriza a taxa de câmbio e não contribui para a expansão do crédito interno lastreado em moeda estrangeira. De outro lado, os outros fluxos (que não títulos de dívida) podem ser expansionistas ou contracionistas, dependendo do seu efeito líquido sobre a atividade econômica. Isso porque tais fluxos provocam apreciação cambial e expansão do crédito interno lastreado em moeda estrangeira. Se o último efeito prevalecer sobre o primeiro, esses fluxos serão expansionistas. Consequentemente, o uso de controles de capital sobre entradas de capital destinado à aquisição de títulos é sempre desejável, e o uso de controles de capital sobre entrada de ‘não títulos’ será desejável apenas se o efeito líquido dessas entradas for contracionista (Blanchard et al. 2017).

Além disso, nessa nova literatura teórica alguns modelos também apoiam a coordenação internacional dos controles de capital, o que representa uma mudança

significativa nos pressupostos ortodoxos que defendiam a liberalização financeira plena, como os derivados da hipótese dos mercados eficientes. Um dos principais argumentos presentes nestes estudos é que a imposição unilateral de controles de capital pelas economias receptoras emergentes tem um custo crescente e convexo, havendo redução da função utilidade do bem-estar dos agentes privados nas economias que recorrem a essas medidas regulatórias muito intensamente. Assim, políticas voltadas para a coordenação internacional dos controles de capital devem ser praticadas para compartilhar o ônus da imposição de controles de capital entre os países receptores e os países emissores de capital, de sorte a reduzir o custo convexo associado aos controles unilaterais sobre os influxos de capital (Ostry et al. 2012, Korinek 2012).

Quando se trata de guerras cambiais, caracterizadas por sucessivas imposições de controles de capital por economias emergentes atingidas por efeitos de transbordamento, Ostry et al. (2012) argumentam que a imposição unilateral de controles de capitais nesse cenário não é mais Pareto eficiente na correção das externalidades provocadas por um endividamento externo excessivo, como em Korinek (2011). Portanto, a coordenação dos controles de capital entre os países receptores de capital pode potencialmente suavizar essas guerras cambiais.

Além de reduzir os custos convexos associados à imposição unilateral dessas medidas regulatórias, Korinek (2012) propõe uma coordenação que leve em conta a influência que cada economia exerce sobre as taxas de juros internacionais. Seguindo seu modelo, tal influência é composta pelos fluxos de capitais e pelo saldo em conta corrente de cada país, de modo que as saídas de capitais das economias avançadas devem ser submetidas a controles de maior intensidade. No entanto, Ostry et al. (2012) apontam que, diferentemente das economias emergentes, as economias de origem de capital não têm um incentivo explícito para recorrer a uma regulação mais rígida sobre suas saídas de capital, porque as funções de utilidade de seus agentes privados não são restringidas pelo componente de “controles onerosos”.

3. A abordagem keynesiana-estruturalista

A despeito dos importantes avanços na literatura *mainstream economics* sobre o uso dos controles de capital, essa abordagem não reconhece as assimetrias estruturais entre as economias desenvolvidas e periféricas, incluindo dimensões monetária (ou hierarquia de moedas), financeiras e macroeconômicas (Prates, 2002; 2005; Oliveira, 2012). De resto,

temas há muito discutidos na literatura heterodoxa, particularmente no âmbito da abordagem keynesiana-estruturalista.

A abordagem keynesiana-estruturalista pode ser definida como um referencial que combina os princípios fundamentais das economias capitalistas, com base na matriz teórica fundada por Keynes (1936)¹ e desenvolvida pela corrente pós-keynesiana (contemplando autores como Hyman Minsky, Paul Davidson, Victoria Chick, Fernando Cardim de Carvalho, entre outros), com o enfoque histórico-estrutural do estruturalismo latino-americano, fundado por Prebisch (1949) e desenvolvido por diversos autores desta vertente (tais como Celso Furtado, Aníbal Pinto, Fernando Fajnzylber, entre outros), o qual realça a importância do contexto histórico para compreender os fenômenos econômicos a partir das estruturas econômicas, políticas e sociais que influenciam a condição, a evolução e a dinâmica das economias capitalistas, especialmente as periféricas². Assim sendo, na abordagem keynesiana-estruturalista, o sistema internacional é marcado por hierarquias e interdependências, inexistindo mecanismos autorreguladores capazes de assegurar equilíbrio macroeconômico e de balanços de pagamentos entre os países.

Por isso, de modo geral, mesmo depois da sua reorientação teórica, a *mainstream economics* ainda concebe os controles esporádicos de capital como suficientes para lidar com as oscilações dos fluxos internacionais de capital, por considerá-las como fenômeno excepcional, sendo a plena liberdade dos movimentos de capitais a opção de primeira escolha.

A compreensão da estrutura e da dinâmica do atual SMFI com base na abordagem keynesiana-estruturalista, contudo, aponta o uso dos controles permanentes de capital um desdobramento lógico-histórico para lidar com a instabilidade estrutural dos fluxos internacionais de capital no capitalismo moderno. Lógico, porque do ponto de vista teórico, constitui um instrumento que pode reduzir os efeitos deletérios provocados pela referida instabilidade. Embora do ponto de vista histórico, contraditório, porque os controles de capital são disfuncionais à hegemonia do dólar sob a estrutura do atual SMFI.

¹ Sobre os princípios de uma economia capitalista, denominada por Keynes (1936) de economia monetária da produção ou economia empresarial, ver Carvalho (1992).

² Sobre a abordagem Keynesiana-estruturalista, especialmente na dimensão macroeconômica, ver Missio (2012).

3.1 Estrutura e dinâmica do atual sistema monetário-financeiro internacional

O padrão monetário internacional que se consolidou nos anos 1980, depois do choque de juros de Paul Volker no final dos anos 1970, corresponde ao padrão dólar ‘flexível-fiduciário-financeiro’ (Tavares, 1985; Prates, 2002; 2005). Ele é caracterizado: i) pela alta e crescente mobilidade internacional de capitais; ii) pelo dólar como moeda fiduciária hegemônica e denominador por excelência dos contratos de dívida no sistema financeiro internacional; iii) pela adesão crescente dos países a regimes de flutuação cambial; e iv) pela abertura financeira e desregulamentação progressiva dos sistemas financeiros domésticos (Eichengreen, 1996; Prates, 2002; 2005).

São diversas as consequências desta estrutura do sistema internacional, mais especificamente no que diz respeito à divisão internacional das finanças. Os EUA não possuem qualquer tipo de restrição externa ao crescimento, detendo plena autonomia de política econômica. Assim, os EUA potencializaram os “privilégios” típicos de um país emissor da divisa-chave, ou seja, conseguem se financiar externamente em sua própria moeda e determinam a taxa básica de juros do SMFI, cumprindo o papel de Banco Central do mundo. As economias periféricas, por sua vez, estão inseridas de forma subordinada nesse sistema, marcado por diversas assimetrias.

A hierarquia monetária internacional e as assimetrias financeiras e macroeconômicas entre as economias, portanto, correspondem a uma característica estrutural do atual SMFI contemporâneo (Prates, 2002; 2005; Oliveira, 2012). Neste sistema, a elevada mobilidade internacional de capitais cumpre papel central para a hegemonia do dólar, uma vez que a possibilidade de livre conversão das moedas nacionais na moeda hegemônica, especialmente nos contextos de crise, permite a reafirmação recorrente da moeda dos EUA neste sistema sob o seu comando. Sob essa estrutura, o atual SMFI possui uma dinâmica inerentemente instável, visto que sempre submetido a modulações expressivas e muitas vezes inesperadas dos fluxos internacionais de capital, motivadas por ataques especulativos, fuga para a qualidade, profecias autorrealizáveis, efeitos-contágio etc.

3.2 Controles de capital permanentes

Na abordagem keynesiana-estruturalista, o SMFI é considerado dinâmica e endogenamente instável, tornando o que a *mainstream economics* denomina de *puzzle* uma característica inerente a este sistema, compreendendo o seu modo de ser. Desta forma, o uso permanente de controles de capital constitui condição importante para que as economias

periféricas, inseridas de forma subordinada no SMFI, possam viabilizar: i) estabilidade financeira e redução da volatilidade cambial; ii) maior grau de autonomia de política econômica, ao reduzir o risco de ingresso ou saída excessivos de capital; e iii) patamar e trajetória da taxa de câmbio compatíveis com a sofisticação da estrutura produtiva e, desse modo, com o desenvolvimento econômico (Meyrelles Filho, Jayme Jr. e Libânio, 2009; Paula, Oreiro e Silva, 2003; Carvalho e Sicsú, 2004; Sicsú e Ferrari-Filho, 2006; Lavoie, 2014, p.505-07).

Comumente a taxa de juros interna de um país não é capaz de garantir, a um só tempo, condições de estabilidade interna e externa. Tampouco a taxa de juros interna do país converge para a taxa de juros externa, podendo suscitar, assim, desvios persistentes da condição de paridade descoberta da taxa de juros. Isso significa que as economias, notadamente as periféricas, podem apresentar movimentos de apreciação ou depreciação cambial duradouros.

Pelo menos duas razões concorrem para a taxa de juros interna de um país não convergir para a taxa de juros externa, a saber: i) prêmio de iliquidez de divisas; e ii) diferenciais de inflação e de potência da política monetária.

Em primeiro lugar, a hierarquia de moedas pode suscitar taxas de juros incompatíveis com o pleno emprego para os países de moedas inconversíveis ou com baixo grau de conversibilidade internacional (Kaltenbrunner, 2015; Andrade e Prates, 2013). A imposição de um prêmio de risco adicional aos países de moedas inconversíveis, relacionado ao prêmio de iliquidez de divisa, se traduz em um adicional de taxa de juros capaz de induzir operações financeiras especulativas orientadas para ganhos de arbitragem nos contextos de abundância da liquidez internacional e baixo grau de aversão ao risco dos investidores globais. As operações de arbitragem, por seu turno, não suscitam equalização dos preços (juros e câmbio), uma vez que são incapazes de eliminar a condição de inconversibilidade ou menor grau de conversibilidade internacional da moeda de uma dada economia.

A condição da assimetria monetária, contudo, ajuda a explicar os diferenciais de juros entre países de moedas conversíveis e inconversíveis, mas não é capaz de explicar integralmente os diferenciais de taxas de juros entre esses últimos.

As distintas taxas de juros entre as diversas economias do mundo podem decorrer, também, de outras razões que vão além da tradicional condição de paridade descoberta dos juros (mesmo quando acrescida do risco-país) e da inconversibilidade internacional das

moedas, em razão dos diferenciais de taxas de inflação e de taxa de juros neutra – relacionada à potência da política monetária. Esses fatores também podem contribuir para determinar distintas taxas de juros entre as economias e, portanto, para a ocorrência de desvios persistentes da UIP.

Tem-se, pois, que a taxa interna de juros nominais necessária para viabilizar o cumprimento de uma determinada meta para a inflação em um dado país (supondo a adoção desse arcabouço institucional de ancoragem de expectativas) pode suscitar entradas ou saídas excessivas de divisas, provocando efeitos desestabilizadores sobre a taxa de câmbio e/ou patamar e trajetórias cambiais incompatíveis com o desenvolvimento das forças produtivas domésticas e o pleno emprego.

Tais condições reforçam a necessidade do uso permanente dos controles de capital. Trata-se de um desdobramento lógico-histórico do referencial keynesiano-estruturalista, visto que esta abordagem refuta a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME); concebe a instabilidade dos mercados como inerentes ao sistema, ao invés de meras imperfeições temporárias; e está estruturado sob os princípios da irreversibilidade do tempo e da incerteza.

Destarte, o arcabouço convencional de política econômica sob a ordem da globalização financeira, baseada na plena mobilidade internacional de capitais, no regime de câmbio flutuante e no sistema de metas para a inflação, tal como propugnado por Bernanke (2005), não se mostra compatível com a realidade das economias contemporâneas.

Efetivamente, o medo das flutuações abruptas e inesperadas da taxa de câmbio, muitas vezes decorrentes de ataques especulativos, profecias autorrealizáveis e efeitos contágio, e seus efeitos desestabilizadores sobre as economias, leva a grande maioria dos bancos centrais no mundo a intervirem nos mercados de câmbio, fazendo uso, na prática, de regimes de flutuação cambial suja (Calvo e Reinhart, 2002). Não obstante, em muitos casos, especialmente nas economias periféricas, os controles de capital podem contribuir para reduzir as flutuações desestabilizadoras da taxa de câmbio e evitar trajetórias cambiais disfuncionais ao desenvolvimento econômico.

Em verdade, sob livre flutuação cambial, os países periféricos não logram obter plena autonomia da política monetária, em razão da hierarquia de moedas. Trata-se daquilo que Flassbeck (2001) denominou *impossible duality* e Rey (2015) chamou de *dilemma*, em contraposição à trindade impossível. Assim sendo, os controles de capital visam contribuir

para o aumento do *policy space*, permitindo o uso da política econômica para viabilizar um nível de produto compatível com o pleno emprego.

Por esta razão, ao refletir sobre a tessitura institucional do sistema internacional posterior à 2ª G.M, Keynes (1973, p.185) foi bastante categórico a respeito da utilização dos controles de capital enquanto instrumento permanente de regulação dos fluxos internacionais de capital, de modo a evitar os efeitos desestabilizadores provocados pelas suas oscilações bruscas e inesperadas.

Keynes (1973, p.185-86), inclusive, era ciente das dificuldades de controlar os fluxos internacionais de capitais, especialmente quando realizado de forma unilateral pelos países dependentes desses recursos. Mas, para ele, os controles de capital eram concebidos como instrumento necessário para estimular o crédito internacional de caráter não especulativo, tendo o objetivo precípua de propiciar a distinção entre *“movements of floating funds and genuine new investment for developing the world's resources [...]”* e entre *“movements, which will help to maintain equilibrium, from surplus countries to deficiency countries, and speculative movements or flights out of deficiency countries or from one surplus country to another.”*

Reconhecer a pertinência dos controles de capital como instrumento permanente de regulação à disposição das autoridades monetárias, no sentido de ser usado sempre que preciso e da maneira mais duradoura possível, não significa desconsiderar as dificuldades para viabilizar a sua utilização, diante das diversas possibilidades existentes de evasão dos controles. Além disso, mas não menos importante, os controles de capital confrontam, de fato, com a ordem da globalização financeira prevalecente no sistema internacional hodierno. Mas, de forma alguma, devem ser considerados incompatíveis com uma ordem internacional capaz de estimular investimentos internacionais de caráter não especulativo. Afinal, como advertiu Keynes (1973, p.149), *“Freedom of capital movements is an essential part of the old laissez-faire system and assumes that it is right and desirable to have an equalisation of interest rates in all parts of the world.”*

Isso explica, pois, a diferença entre as concepções *mainstream economics* e keynesiana-estruturalista a respeito dos controles de capital, visto que nesta última abordagem este instrumento de regulação dos fluxos internacionais de capital impõe uma modificação estrutural do atual SMFI, que tem o dólar como moeda hegemônica da financeirização global (Braga, 1997). Isso porque uma ordem monetária e financeira internacional regulada tende a tornar esse sistema menos funcional aos EUA, haja vista que, vale frisar uma vez mais, a livre

movimentação internacional de capitais possibilita a reafirmação permanente da centralidade do dólar no atual sistema, notadamente nos contextos de fuga para a qualidade.

Não obstante, é preciso admitir que na atual ordem da globalização financeira, fundamentada na lógica de um “*laissez-faire system*”, são poucos os países que conseguem fazer uso permanente dos controles de capital. Em geral, conseguem controlar duradouramente esses fluxos aqueles países que lograram constituir blindagem externa, ou seja, reservas internacionais acumuladas a partir da geração de superávits elevados e persistentes em transações correntes do balanço de pagamentos, viabilizados mediante crescente grau de sofisticação tecnológica da estrutura produtiva e das exportações. Pois, desta forma, conseguem se proteger das reversões de fluxos de capital e variações dos termos de troca, dispondo de maior autonomia para utilizar controle de capital (Oliveira et al., 2021).

Isso implica, evidentemente, diversos desafios aos países periféricos que almejam superar a restrição externa do balanço de pagamentos de forma consistente, uma vez que a presença de déficits estruturais em transações correntes é resultado, em última instância, justamente da inserção subordinada desses países no sistema internacional. Desta forma, são poucas as economias periféricas que conseguem utilizar controles de capital de caráter permanente, pois são exatamente elas as que possuem maior dependência estrutural dos fluxos internacionais de capital para financiar os seus balanços de pagamentos.

4. Conclusão

O artigo identificou uma importante reorientação teórica da *mainstream economics* a respeito do uso dos controles de capital, incluindo trabalhos recentes que apontam para a efetividade de controles de capital de caráter permanente para as economias periféricas. Mas, de modo geral, pode-se afirmar que até o presente momento a *mainstream economics* admite a pertinência apenas do uso esporádico desse instrumento, para lidar com as imperfeições momentâneas de mercado.

A abordagem keynesiana-estruturalista, por seu turno, revela a necessidade de controles de capital de caráter permanente para lidar com as assimetrias monetária, financeiras e macroeconômicas do sistema internacional hodierno, especialmente no caso dos países periféricos. Não obstante, o uso de controles de capital confronta com a atual estrutura do SMFI, organizado sob a hegemonia do dólar, indo além de uma questão “apenas” teórica relacionada a mercados eficientes versus mercados imperfeitos.

O artigo sustenta que na atual ordem da globalização financeira, o uso de controles de capital tende a ser mais factível para os países que logram constituir blindagem externa. Isso, evidentemente, indica que eles devem ser concebidos e articulados com outros instrumentos de política econômica, dentro de uma estratégia mais ampla de desenvolvimento.

Isto posto, trabalhos futuros decerto podem contribuir para o avanço dessa agenda de pesquisa ao delimitar com mais precisão os tipos e a intensidade dos controles de capital que seriam desejados para um dado país periférico. Para tanto, torna-se indispensável a realização de estudos empíricos sobre o tema que envolvam países que fazem uso permanente de controles de capital, tendo como objetivo a avaliação dos resultados macroeconômicos decorrentes dessas medidas de regulação.

Referências

- Aizenman, J. and Binici, M. (2016). 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*, 66: 65-87.
- Alper, C. E., Ardic, O. P., and Fendoglu, S. (2009). The economics of the uncovered interest parity condition for emerging markets. *Journal of Economic Surveys*, 23(1), 115-138.
- Andrade, R. P., and Prates, D. M. (2013). Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), 399-416.
- Arora, V. B., & Cerisola, M. D. (2000). How does US monetary policy influence economic conditions in emerging markets? *IMF Working Paper WP/00/148*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Bernanke, Ben S. (2005). Monetary policy in a world of mobile capital. *Cato Journal*, v. 25, n. 1, p. 1-12.
- Binici, M., Hutchison, M. and Schindler, M. (2010). Controlling capital? Legal restrictions and the asset composition of international financial flows. *Journal of International Money and Finance*, 29(4): 666-684.
- Blanchard, O.; Ostry, J. D., Ghosh, A. R. and Chamon, M. 2017. Are capital inflows expansionary or contractionary? Theory, policy implications, and some evidence. *IMF Economic Review*, 65(3): 563-585.

- Bluedorn, J., Duttagupta, R., Guajardo, J., & Topalova, P. (2013). Capital flows are fickle: Anytime, anywhere. *IMF Working Paper WP/13/183*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Braga, José Carlos de Souza. (1997). Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: Tavares, M.C.; Fiori, J.M. (Org.). *Poder e dinheiro: uma política de globalização*. Petrópolis - RJ: Editora Vozes, p. 195-242.
- Calderón, C. and Levy-Yeyati, E. (2009). Zooming from volatility to income distribution. *World Bank Working Paper*, WPS4895: 1-38. Washington, DC: The World Bank.
- Calvo, G. A., Izquierdo, A. and Mejia, L. F. (2004). On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects. *National Bureau of Economic Research*, No. w10520: 1-51. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Calvo, G. A.; Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2): 379-408.
- Carvalho, Fernando J. Cardim de. (1992). Mr Keynes and the post-Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy. England: Edward Elgar.
- Carvalho, Fernando C. de; Sicsú, João. (2004). Controvérsias recentes sobre controles de capitais. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 24, n. 2, abr./jun.
- Chinn, M. D., and Meredith, G. (2005). Testing uncovered interest parity at short and long horizons during the post-Bretton Woods era (No. w11077). *National Bureau of Economic Research*.
- De Gregorio, J. (2014). Capital Flows and Capital Account Management. In: *What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis*, edited by Akerlof, G., Blanchard, O., Romer, D. and Stiglitz, J. Massachusetts: MIT Press.
- Edwards, S. (2007). Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals. In: *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, Practices and Consequences*, edited by Edwards, S. Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. 1996. *Globalizing capital: a history of the International Monetary System*, Princeton University Press.

- Eichengreen, B., Hausmann, R. and Panizza, U. (2003). The pain of original sin. In: *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging-market economies*, edited by Eichengreen, B. and Hausmann, R. Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. and Panizza, U. (2007). Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters. In: Edwards, S. (Ed.). *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, Practices and Consequences* (pp. 121-164). Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A., Schindler, M. and Uribe, M. (2016). Capital control measures: A new dataset. *IMF Economic Review*, 64(3): 548-574.
- Fischer, S. (1997). Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. *IMF Seminar Asia and the IMF, Hong Kong* (Vol. 19).
- Flassbeck, H. (2001). The exchange rate: economic policy tool or market price? *Discussion Paper Unctad*, n. 157.
- Forbes, K., Fratzscher, M., Kostka, T. and Straub, R. (2016). Bubble thy neighbour: Portfolio effects and externalities from capital controls. *Journal of International Economics*, 99: 85-104.
- Frankel, J., and Poonawala, J. (2010). The forward market in emerging currencies: Less biased than in major currencies. *Journal of International Money and Finance*, 29(3), 585-598.
- Ghosh, M. A. R., Qureshi, M. S., and Sugawara, N. (2014). Regulating capital flows at both ends: does it work? *IMF Working Paper WP/14/188*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Habermeier, K., Kokenye, A., and Baba, C. (2011). The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows. *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/14. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Johnston, B. and Ryan, C. (1994). The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy Implications. *IMF Working Paper WP/94/78*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Johnston, B. and Tamirisa, N. (1998). Why do countries use capital controls? *IMF Working Paper WP/98/181*. Washington, DC: International Monetary Fund.

- Kaltenbrunner, A. (2015). A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach. *Journal of Post Keynesian Economics*, 38(3), 426-448.
- Kaminsky, G., Reinhart, C. and Végh, C. (2004). When it rains, it pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies. *National Bureau of Economic Research*, No. w10780: 1-58. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Keynes, John Maynard. [1973] (2013). *The collected writings of John Maynard Keynes*. Edição de D. E. Moggridge. [New edition] Cambridge: Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Keynes, J. M. [1936] (1985) *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural.
- Kindleberger, C. (2000). The dollar and world liquidity: A minority view. Reprinted in *Comparative Political Economy: A retrospective*.
- Klein, M. (2012). Capital Controls: Gates versus Walls. *National Bureau of Economic Research*, No. w18526: 1-43. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Korinek, A. (2011). The new economics of prudential capital controls: A research agenda. *IMF Economic Review*, 59(3): 523-561.
- Korinek, A. (2012). *Capital controls and currency wars*. Unpublished Manuscript, 1-60, Department of Economics, University of Maryland, 1-60, Maryland, United States.
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K. and Wei, S. J. (2009). Financial globalization: a reappraisal. *IMF Staff papers*, 56(1): 8-62.
- Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of International Economics*, 73(2): 223-250.
- Lavoie, M. (2014). *Post-keynesian economics: new foundations*. Cheltenham; Northampton, MA: Edward Elgar.
- Magud, N. E., Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2011). Capital Controls: Myth and Reality - A Portfolio Balance Approach. *National Bureau of Economic Research*, No. w16805: 1-49. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Mehl, A., and Cappiello, L. (2009). Uncovered interest parity at long horizons: Evidence on emerging economies. *Review of International Economics*, 17(5), 1019-1037.

- Missio, F. *Câmbio e crescimento na abordagem keynesiana-estruturalista*. 2012. 278 f. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal de Minas Gerais - FACE, Belo Horizonte, 2012.
- Meyrelles Filho, Sérgio F.; Jayme Jr., Frederico G.; Libânio, Frederico A. (2009). Mobilidade de capitais e crescimento econômico: elementos para uma síntese teórica. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.18, n.3, p.439-67, dez.
- Oliveira, Giuliano C. de. (2012). Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para a periferia (1990-2009). In: Cintra, Marcos A. M.; Gomes, Keiti da R. (orgs.) *As transformações no sistema financeiro internacional*, v.2, Brasília. p.501-545.
- Oliveira, Giuliano C. de., Maia, G. e Mariano, J. (2008). O sistema de Bretton Woods e a dinâmica do sistema monetário internacional contemporâneo. *Pesquisa & Debate*, 19(2), 34.
- Oliveira, Giuliano C. de., Wolf, P. J. W., Angelico, D. G. e Laplane, E. G. (2021). Blindagem externa, controles de capital e inserção diferenciada da Ásia e da América Latina na globalização financeira (1995-2016). *Revista de Economia Contemporânea*, 25(2), p.1-36.
- Ostry, J., Ghosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M., Leaven, L., Kokenye, A., Reinhardt, D., Korinek, A. (2012). Multilateral aspects of managing the capital account. *IMF Staff Discussion Note SDN/12/10*: 1-25.
- Pasricha, G. K., Falagiarda, M., Bijsterbosch, M. and Aizenman, J. (2018). Domestic and multilateral effects of capital controls in emerging markets. *Journal of International Economics*, 115: 48-58.
- Paula, L. F. R.; Oreiro, José Luís; Silva, Guilherme J Costa da. (2003). Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: João Sicsú; José Luís Oreiro; Luiz Fernando de Paula. (Org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. 1ed.Barueri/Rio de Janeiro: Manole/Konrad Adenauer, p. 65-115.
- Peruffo, Luiza; Silva, Pedro P. da; Cunha, André M. (2021). Capital account regulation and national autonomy: the political economy of the new welfare economics. *Contexto Internacional*, vol. 43(1), p.173-97, Jan/Apr.

- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. and Kose, A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. *IMF Occasional Paper*, No. 220: 1-66. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Prates, Daniela M. (2002). *Crises financeiras em países emergentes: uma interpretação heterodoxa*. Tese de Doutorado, IE/Unicamp.
- Prates, Daniela M. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de economia contemporânea*, Rio de Janeiro, 9(2): 263-288.
- PREBISCH, R. [1949] (1986). El desarrollo económico de América Latina y algunos de sus principales problemas. *Desarrollo Económico*, v. 26, n. 103, p.479-502, oct./dec. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. and Savastano, M. A. (2003). Debt intolerance. *National Bureau of Economic Research*, No. w9908: 1-77. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research*, No. w21162: 1-42. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Rodrik, D.; Subramanian, A. (2009). Why did financial globalization disappoint? *IMF staff papers*, 56(1): 112-138.
- Rodrik, D.; Velasco, A. (1999). Short-term capital flows. *National Bureau of Economic Research*, No. w7364: 1-44. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Rossi, M. (1999). Financial Fragility and Economic Performance in Developing Economies: Do Capital Controls, Prudential Regulation and Supervision Matter? *IMF Working Paper WWP/99/66*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Sicsú, João; Ferrari Filho, Fernando (2006). *Câmbio e controle de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Tavares, M. (1985). A retomada da hegemonia norte-americana. *Brazilian Journal of Political Economy*, 5(2).