



CADERNO DA
REFORMA
ADMINISTRATIVA

38. Financeirização da Taxa de Câmbio e o Caso Brasileiro

Brasília, Março de 2022

Expediente

Autor:

Ana Carolina Nicacio

Doutoranda em Economia no Instituto de Economia da UNICAMP.

Pedro Rossi

Professor Livre docente do Instituto de Economia da UNICAMP.

Realização:

Fórum Nacional Permanente de Carreiras Típicas de Estado (Fonacate) (Março, 2022)

Diagramação:

Diego Feitosa

As opiniões aqui emitidas são de responsabilidade dos autores e colaboradores.

Apoio:



Servir

Frente Parlamentar Mista em Defesa do Serviço Público.

Presidente: *Deputado Federal Professor Israel Batista (PV-DF)*

Financeirização da Taxa de Câmbio e o Caso Brasileiro

Ana Carolina Nicacio¹

Pedro Rossi²

Resumo:

No atual contexto histórico institucional, de ampla abertura e desregulamentação financeira do sistema financeiro internacional, as moedas são ativos financeiros de alta liquidez associadas a um binômio rendimento/risco e sujeitas a compor o portfólio de investidores internacionais, assim como commodities, ações, títulos, hipotecas securitizadas, dentre outros. Essa noção de moeda enquanto ativo financeiro não é tão evidente para todos os campos da teoria econômica, mas na visão dos operadores do mercado financeiro ela figura no plano da obviedade.

Diante disso, a dinâmica dos estoques de riqueza e a lógica de alocação de portfólio dos agentes financeiros são fatores fundamentais para a determinação da taxa de câmbio, por vezes mais relevantes que variáveis reais, como o comércio externo, o crescimento econômico, etc. Quando subordinada à lógica da acumulação e valorização de ativos, a formação da taxa de câmbio fica sujeita às convenções de mercado, à alocação de portfólio dos agentes e aos ciclos de liquidez. Decorre daí a “financeirização da taxa de câmbio”, que pode ser definida como um processo de subordinação das trajetórias cambiais às decisões de

portfólio dos agentes financeiros.

Esse fenômeno tem como consequência um padrão de flutuação cambial mais volátil e mais correlacionado com o ciclo de liquidez internacional e com variáveis financeiras. Além disso, está condicionado pela abertura financeira do país e pela estrutura hierarquizada do sistema monetário internacional, no qual os ciclos de liquidez são determinados pelo centro do sistema, assim como os processos especulativos com o *carry trade*, que dependem da orientação das taxas de juros de países centrais.

Nesse contexto, a taxa de câmbio real-dólar é uma das mais voláteis do sistema e das mais correlacionadas com o ciclo de liquidez. No boom internacional, o real é uma das moedas que mais valoriza, na crise, uma das que mais desvaloriza. Essa volatilidade não contribui em nada para o investimento produtivo e para o desenvolvimento econômico. Isso ocorre por conta da abertura financeira do país e das características institucionais, como uma taxa de juros estruturalmente alta e um mercado de câmbio permeável à especulação financeira. Essas características podem estar sendo agravadas pela Nova Lei Cambial.

1 Doutorado em Economia no Instituto de Economia da UNICAMP.

2 Professor Livre docente do Instituto de Economia da UNICAMP.

Sumário

1. Introdução	5
2. Financeirização da Taxa de Câmbio: delimitando o conceito	6
3. Condicionantes da Financeirização da Taxa de Câmbio.....	7
3.1 – Hierarquia de moedas	7
3.2 – Ciclos de liquidez internacional.....	8
3.3 – Especulação e o <i>carry trade</i>	9
3.4 – Abertura financeira	10
4. Liberalização Financeira e Mercado de Câmbio no Brasil	11
5. Considerações Finais	17
Referências	18



1. Introdução

No atual contexto histórico institucional, de ampla abertura e desregulamentação financeira do sistema financeiro internacional, as moedas são ativos financeiros de alta liquidez associadas a um binômio rendimento/risco e sujeitas a compor o portfólio de investidores internacionais, assim como commodities, ações, títulos, hipotecas securitizadas, dentre outros. Essa noção de *moeda enquanto ativo financeiro* não é tão evidente para todos os campos da teoria econômica, mas na visão dos operadores do mercado financeiro ela figura no plano da obviedade.

Diante disso, a dinâmica dos estoques de riqueza e a lógica de alocação de portfólio dos agentes financeiros são fatores fundamentais para a determinação da taxa de câmbio, por vezes mais relevantes que variáveis reais, como o comércio externo, o crescimento econômico, etc. Quando subordinada à lógica da acumulação e valorização de ativos, a formação da taxa de câmbio fica sujeita às convenções de mercado, à alocação de portfólio dos agentes e aos ciclos de liquidez. Decorre daí a **"financeirização da taxa de câmbio"**, que pode ser definida como um processo de subordinação das trajetórias cambiais às decisões de portfólio dos agentes financeiros.

Como consequência desse processo, tem-se que os movimentos cambiais não obedecem aos fundamentos usualmente apontados como aqueles que guiam a taxa de câmbio, como o equilíbrio do setor externo, a paridade do poder de compra e os diferenciais de competitividade. Nesse sentido, a financeirização da taxa de câmbio gera um descolamento recorrente, e por vezes sistemático, da trajetória das taxas de câmbio em relação aos fundamentos econômicos. Esse processo é agravado pelo alto grau de concentração das tran-

sações cambiais em poucas instituições financeiras.

No caso brasileiro, a moeda é campeã de volatilidade e está sempre entre as que mais valorizam e desvalorizam em relação ao dólar ao longo dos ciclos cambiais. Rossi (2016) aponta duas especificidades importantes para o entendimento da dinâmica cambial. A primeira é o **alto patamar da taxa de juros**, o que torna a moeda brasileira um alvo preferencial das operações de *carry trade*, operação na qual se assume um passivo ou uma posição vendida na moeda de baixos juros e, simultaneamente, um ativo ou uma posição comprada na moeda de altos juros. Já a segunda particularidade refere-se à **institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro**, cuja principal característica é um mercado de futuro muito mais líquido do que o mercado à vista. Além disso, o baixo grau de regulação e a facilidade de acesso dos investidores estrangeiros aos derivativos torna o mercado de câmbio brasileiro particularmente permeável à especulação financeira. Assim, de forma recorrente, **a especulação no mercado futuro condiciona a volatilidade e as tendências cambiais, acentuando os movimentos da taxa de câmbio.**

Nesse contexto, este trabalho busca desenvolver o tema da *financeirização* da taxa de câmbio, explorar as suas causas e avaliar o caso brasileiro. Para isso, encontra-se dividido em quatro seções além dessa introdução. A segunda delimita o conceito de financeirização da taxa de câmbio e avalia as suas implicações. Já a terceira explora os condicionantes da financeirização da taxa de câmbio, como a hierarquia de moeda, os ciclos de liquidez, a especulação com o *carry trade* e a abertura financeira. A seção seguinte trata da abertura financeira no Brasil e da regulação do mercado de câmbio brasileiro e, por fim, a última seção apresenta considerações finais.

2. Financeirização da Taxa de Câmbio: delimitando o conceito

A *financeirização* tem diversas definições, mas o que é comum a todas é a **ampliação da influência dos mercados financeiros e das instituições financeiras sobre os resultados econômicos que transformam o funcionamento do sistema econômico em seus níveis micro e macro** (PALLEY, 2007). Isto posto, pode-se delimitar o conceito de financeirização da taxa de câmbio como o aumento da influência financeira na determinação da taxa de câmbio. Essa influência se expressa na crescente importância relativa de fatores e motivações financeiras (fluxos de capitais, derivativos, especulação, arbitragem, etc.) em relação aos fatores reais (comércio externo, fundamentos reais, etc), de instituições financeiras (bancos, investidores institucionais, especuladores) em relação às empresas do segmento produtivo e comercial (exportadores, importadores).

Com a financeirização, a dinâmica dos estoques de riqueza, bem como a estratégia de alocação de portfólio, passa a seguir uma *lógica patrimonial de valorização de ativos*, sendo que com as moedas o processo não é diferente. Especificamente no caso da taxa de câmbio, observa-se que os agentes financeiros, como bancos e investidores institucionais, desempenham um papel ativo capaz de afetar a formação do preço.

Nessa perspectiva, **a financeirização da taxa de câmbio depende do grau de abertura financeira e da institucionalidade do mercado de câmbio de cada país**. Em economias que apresentam um mercado de derivativos mais profundo e líquido na comparação com o mercado à vista, a taxa de câmbio tende a ser formada primeiro no

mercado futuro e, posteriormente, transmitida, por meio da arbitragem, para o mercado à vista.³ Logo, cada vez mais guiada pela ação desses agentes, a taxa de câmbio passa a depender dos ciclos de liquidez, do *carry trade* e a se afastar dos “fundamentos”⁴ que usualmente eram descritos pela literatura como necessários para o alcance do preço de equilíbrio.

Com isso, a financeirização tem efeitos concreto sobre o padrão de flutuação cambial. **Uma taxa de câmbio mais *financeirizada* é caracterizada por três aspectos: i) é mais volátil; ii) apresenta maior correlação com o ciclo de liquidez internacional; iii) e possui maior correlação com variáveis financeiras** (NICACIO, 2020).

Para além das características do padrão de flutuação cambial, as “determinações financeirizadas” da taxa de câmbio podem trazer diversas consequências para a economia e a gestão das políticas macroeconômicas. Consoante Paulani (2017), a economia não apenas deixa de ter o dinamismo que poderia ter, como o Estado apresenta redução no seu grau de liberdade para a elaboração de políticas econômicas voltadas para o investimento, a produção e o emprego.

Já Ramos (2016) sustenta que as moedas emergentes apresentam maior volatilidade em suas taxas de câmbio e depreciações extremas mais frequentes do que, por exemplo, o par euro/dólar americano, devido à associação mais próxima com as condições financeiras internacionais e à alta correlação com outras moedas emergentes.

A intensidade dessas características depende do nível de integração financeira dessas economias. Sendo assim, visando aprofundar o entendimento acerca da fi-

3 Ver Rossi (2014), por exemplo.

4 Relacionados aos aspectos produtivos, comerciais e mesmo às motivações financeiras ligadas ao investimento produtivo.

nanceirização cambial tal qual apresentado até aqui, a próxima seção buscará lançar luz sobre os fenômenos condicionantes que, conjuntamente, explicam a constituição desse processo, no caso específico brasileiro. Mais especificamente, serão discutidos quatro condicionantes: (i) a hierarquia de moedas, (ii) o ciclo de liquidez internacional, (iii) a especulação e o *carry trade* e a (iv) abertura financeira.

3. Condicionantes da Financeirização da Taxa de Câmbio

3.1 - Hierarquia de moedas

No plano internacional, as transações financeiras e comerciais estão concentradas em poucas moedas nacionais privilegiadas. Esse uso desigual das moedas tem diversas consequências econômicas e caracteriza uma hierarquia monetária conforme descrito em trabalhos como os de Cohen (2004), Carneiro (2008), Prates (2005) e De Conti (2011).

A posição de uma moeda na hierarquia monetária tem efeito importante sobre o patamar da taxa de juros, uma vez que as diferentes unidades de conta conferem aos ativos um risco de preço particular associado a uma medida de liquidez que pode ser descrita como a facilidade com que essa moeda é convertida na moeda central do sistema (CARNEIRO, 2008). Assim, uma das vantagens do país emissor da moeda-chave está na demanda por seus títulos, que se torna mais inelástica aos juros na medida em que os agentes estrangeiros têm essa moeda como referência de reserva de valor. Um exemplo disso é a acumulação de reserva de divisas estrangeiras por parte dos governos nacionais que pouco reage aos movimentos das taxas de juros americana. Para alguns, como Serrano (2002), o país detentor da moeda-chave pode incorrer em déficits externos permanentes, uma vez que seu passivo externo é composto de obrigações denominadas em

sua própria moeda. Em última instância, as promessas de pagamento denominadas em dólar podem ser liquidadas com a emissão de papel moeda ou títulos de dívida por parte do governo americano.

Nesse sentido, países centrais têm maior autonomia de política monetária e maior capacidade de sustentar déficits externos, uma vez que podem se financiar na sua própria moeda, enquanto os países periféricos, abertos financeiramente, estão sujeitos a maior restrição externa. Esses últimos emitem moedas que não cumprem todas as suas funções no plano internacional, em particular, essas moedas são incapazes de liquidar contratos e, portanto, exercer a função de meio de pagamento *offshore*. Como consequência, o mercado para ativos nessas moedas tem menor liquidez e um maior risco associado, de modo que as taxas de câmbio tendem a ser mais voláteis e as taxas de juros mais altas:

“Aside from asymmetries associated with international currencies, there is significant evidence that policies in the developing world can by no means be considered entirely “autonomous”. The most important issue in this regard is the fact that developing countries are expected to behave in ways that generate “credibility” to financial markets, which means that they are expected to adopt pro-cyclical (austerity) policies during crises.” (OCAMPO, 2001, p.11)

Do ponto de vista microeconômico, a hierarquia de moeda se expressa na escolha diferenciada de ativos por investidores internacionais que escolhem as diferentes moedas conforme seu apetite por risco e rentabilidade. Os ativos denominados nas moedas centrais tendem a oferecer uma menor rentabilidade associada também a um menor risco de preço, enquanto as moedas periféricas estão associadas a um rendimento e um risco maiores.

Assim, em geral, o mercado para ativos em moedas periféricas tem menor liquidez internacional,⁵ **são** mercados mais rasos, de maior risco e com uma forte demanda especulativa pela moeda. Isso tende a tornar as suas taxas de juros mais altas e as de câmbio mais voláteis. Por fim, **a hierarquia de moedas faz dos países emissores das moedas centrais o epicentro do ciclo de liquidez e a fonte de alavancagem para as operações de carry trade**, conforme será descrito a seguir.

3.2 - Ciclos de liquidez internacional

O ciclo de liquidez é um fenômeno monetário/financeiro que pode ser definido como a variação periódica das transações financeiras internacionais com etapas ascendentes e descendentes que condicionam a disponibilidade de financiamento no sistema internacional (Biancarelli, 2007). A etapa ascendente do ciclo é caracterizada pelo otimismo dos agentes e nela se observa um aumento das transações entre residentes e não residentes em diferentes mercados financeiros, como os de ações, de *commodities* e de moedas.

Já a reversão do ciclo é caracterizada pelo pessimismo e pela retração dessas transações. As etapas do ciclo têm efeito direto sobre o preço dos ativos negociados nos mercados internacionalizados: a fase ascendente é caracterizada por um aumento dos preços dos ativos de maior risco/menor liquidez e a fase descendente tem o efeito contrário. Dessa forma, as fases de “cheia” e “seca” exercem pressão de maneira distinta sobre os fluxos de capitais, as transações com derivativos, os preços de ativos em geral e as taxas de câmbio de países integrados ao sistema financeiro internacional.

Dois grupos de fatores podem ser apon-

tados como motores do ciclo de liquidez. O primeiro deles é o patamar das taxas de juros básicas, determinadas pelos bancos centrais que emitem as principais moedas do sistema. As baixas taxas de juros no centro do sistema funcionam como *push factors* e incentivam os agentes que transacionam nesses mercados a buscar rentabilidade em outras praças financeiras. Assim como as altas taxas de juros no centro têm o poder de “enxugar” a liquidez internacional. Nesse sentido, **as decisões de política monetária nos países centrais têm impacto importante na alocação da riqueza global e na formação de passivos externos pela periferia do sistema**. Nesse contexto, os países centrais são *business cycle makers* uma vez que geram choques reais e financeiros que são absorvidos pela periferia, caracterizada como *business cycle taker* (OCAMPO, 2001).

O segundo fator determinante do ciclo de liquidez é a preferência pela liquidez dos agentes no plano internacional. O emprego desse termo segue a conceituação de Keynes (1992) e das contribuições pós-keynesianas, como Chick (2010), Davidson (1972) e Carvalho (1992). Nessa leitura, a escolha dos agentes entre demandar moeda ou outros ativos ocorre em um ambiente econômico de incerteza. Com isso, a interação entre os agentes forma convenções ou estados de confiança — otimistas ou pessimistas — que guiam a lógica de atuação dos mesmos:

“Com a noção de ‘convenção’, a previsão mais provável adquiriria status de entidade coletiva. O estado de confiança e o caráter convencional da avaliação tornar-se-iam, assim, a base de determinação das previsões econômicas” (MIRANDA, 2003, p. 104).

5 Segundo De Conti et al (2014, p. 347), a liquidez no plano internacional pode ser entendida como a capacidade de um ativo ser trocado (sem custos de transação e sem demora) por um meio de pagamento que é internacionalmente aceito.

Nesse sentido, um aumento da preferência pela liquidez engendra uma mudança na composição do portfólio dos agentes que, de forma mimética e generalizada, se livram de ativos menos líquidos e passam a demandar os ativos mais líquidos.

Considerando a hierarquia de moedas e o ciclo de liquidez no plano internacional, tem-se que a fase descendente do ciclo de liquidez corresponde a um aumento contínuo da preferência pela liquidez e se manifesta na busca de ativos denominados nas principais moedas do sistema, enquanto a baixa preferência pela liquidez expande os investimentos para ativos em moedas periféricas (DE CONTI, 2011). O ponto a ser ressaltado é que a disponibilidade de financiamento externo para países periféricos é condicionada pelos fatores externos, como as condições monetárias nos países centrais e o estado de confiança dos investidores internacionais.

Um aspecto importante da mecânica do ciclo de liquidez é que este não se restringe a um processo de alocação de ativos financeiros, mas também de formação de passivos. Na fase cheia do ciclo, o endividamento nos mercados de créditos ou a alavancagem dos mercados de derivativos permitem a criação de liquidez nova no sistema, que acompanha a inflação de preços dos ativos existentes. Enquanto na crise a liquidação das dívidas e a desalavancagem geram uma destruição da liquidez no sistema, o que, por sua vez, provoca a queda no preço dos ativos. As consequências desse processo podem ser sistematizadas nos termos de Minsky (1986), em que os investidores são unidades de balanço cuja formação das estruturas de passivos e ativos é extremamente relevante para o ciclo econômico. Com a mediação do *carry trade* pode-se qualificar com mais propriedade o impacto do ciclo de liquidez sobre as taxas de câmbio.

3.3 - Especulação e o *carry trade*

No mercado de moedas, o *carry trade* é um dos principais mecanismos de transmissão do ciclo de liquidez para as taxas de câmbio. Essa estratégia consiste em um investimento intermoedas onde se forma um passivo (ou uma posição vendida) na moeda de baixas taxas de juros e um ativo (ou uma posição comprada) na moeda de juros mais altos. É, portanto, um investimento alavancado que implica em descasamento de moedas.

A generalização desse tipo de operação confere características específicas à dinâmica das taxas de câmbio. A alavancagem e o descasamento entre essas duas estruturas conferem a esse tipo de investimento um caráter especulativo e extremamente instável. Quando ocorre aumento da preferência pela liquidez no plano internacional, as taxas de câmbio que são alvo das operações do *carry trade* se depreciam com mais vigor do que as demais. Nesses momentos, os agentes somam prejuízos decorrentes da depreciação dos ativos (investimentos em moedas de altos juros) e apreciação dos passivos (empréstimos em moedas de baixo juros) e forçam a zeragem de posições a qualquer custo, o que leva a uma rápida depreciação da moeda alvo do *carry trade* em relação à moeda onde o agente se financiou.

Dois trabalhos publicados pelo BIS, Kohler (2010) e McCauley e McGuire (2009), apresentaram uma relação positiva entre o nível de taxa de juros e a depreciação cambial na crise de 2008. O diagnóstico dos autores aponta o *carry trade* como motivo para tal relação, ou seja, as economias associadas a uma maior taxa de juros atraíram mais investimentos que exploram diferenciais de juros de curto prazo antes da crise; logo, sofreram uma pressão maior com a reversão dos mesmos. No momento de crise, a velocidade dessa reversão condiz com o fato de a estratégia de *carry trade*

ser altamente alavancada e reversível em situações de risco.

De fato, os países que mais apreciaram suas moedas antes da crise foram aqueles que mais depreciaram durante os meses mais agudos de crise. Foi o caso do Brasil (em torno de 20% de apreciação entre agosto de 2006 e agosto de 2008, e 41% de depreciação entre setembro de 2008 e março de 2009), da Hungria (24% e 44%) e da Turquia (19% e 42%). Aparentemente, o único denominador comum entre essas economias foi o alto patamar da taxa de juros.

Para Kohler (2010) e McCauley e McGuire (2009), a crise proporcionou uma desalavancagem generalizada do sistema financeiro, onde os capitais aplicados em ações e nas operações de *carry trade* retornam às origens, gerando queda nos índices de bolsa e depreciação das moedas-alvo do *carry trade*. Ou seja, a reversão dos fluxos de *carry trade* contribui para a depreciação de um conjunto de moedas em relação ao US\$, mas também para a apreciação de outras moedas *funding*, como o iene e o franco suíço.

Nesse sentido, **em um movimento pendular, as operações de *carry trade* tendem a apreciar as moedas com altas taxas de juros durante a fase ascendente do ciclo de liquidez e depreciá-las na fase de reversão. O detalhe importante é que esse movimento tende a ocorrer de forma assimétrica: o processo de otimismo que caracteriza a expansão da liquidez internacional ocorre de forma mais gradual, enquanto as reversões de humor são usualmente mais abruptas** (ROSSI, 2015).

Por fim, as operações de *carry trade* destacam uma característica importante do ciclo de liquidez: esse não constitui apenas um processo de alocação de ativos, mas também de formação de passivos. A fase de cheia do ciclo é caracterizada por

formação de passivos e inflação de ativos, como moedas, ações e *commodities*, enquanto a crise constitui um processo de redução de passivos e deflação de ativos. Trata-se, portanto, de um fenômeno monetário de criação e destruição de liquidez.

3.4 - Abertura financeira

Os impactos da hierarquia de moedas, dos ciclos de liquidez e das operações especulativas dependem do grau de abertura financeira da economia. **Países com menor grau de abertura financeira estão menos sujeitos à especulação financeira e aos impactos das fases do ciclo de liquidez, enquanto países com mais inserção na globalização financeira estão mais suscetíveis ao fenômeno da financeirização da taxa de câmbio.**

A expressão "abertura financeira" pode ser definida como a remoção gradual de restrições à livre movimentação dos fluxos financeiros entre as fronteiras nacionais. Esse processo pode ser dividido em três níveis: i) *inward transactions*: entrada de recursos externos no país, considerando tanto a captação de recursos no exterior pelos residentes quanto a entrada de não residentes no mercado financeiro doméstico; ii) *outwards transactions*: posse de ativos externos e transferências de capital ao exterior feitas por parte de residentes, e também emissões de passivos e o endividamento de não residentes no mercado doméstico; iii) conversibilidade da moeda: relativa à posse e às relações de débito e crédito em moeda estrangeira entre residentes no país.

Já os instrumentos utilizados para a análise da abertura financeira podem ser agrupados em indicadores *de jure* - relativos à legislação específica de cada país - e indicadores *de facto* - baseados em fluxos e estoques de capital internacionais. Do ponto de vista teórico, segundo a literatu-

ra convencional,⁶ a abertura financeira seria acompanhada por diversos benefícios, como: o aumento do compartilhamento e da diversificação de riscos; a possibilidade de financiamento de desequilíbrios temporários do balanço de pagamento e o acesso à poupança externa para o financiamento do investimento; além de impor disciplina sobre as políticas econômicas domésticas.

No entanto, as crises cambiais e financeiras sucessivas deflagradas nos mercados emergentes durante a década de 1990 questionaram tais supostos benefícios da abertura. De acordo com Biancarelli (2010), do ponto de vista acadêmico, tais possíveis benefícios não são comprovados empiricamente, ou seja, **não é possível verificar uma correlação positiva entre a abertura financeira e o crescimento econômico. Assim, é possível sugerir que as finanças globalizadas são marcadas por um caráter instável e especulativo.**

Nessa perspectiva, a natureza financeira, flexível e fiduciária da moeda reserva internacional intensifica as contradições entre os objetivos domésticos da economia central e as necessidades do resto do mundo, quanto às incertezas em relação ao comportamento futuro de variáveis como câmbio e juros. Ademais, esse processo contribui para o aprofundamento de assimetrias entre os países centrais e a periferia econômica. Estas podem ser agrupadas em três tipos (PRATES, 2005): i) *assimetria financeira*: os ativos alocados na periferia são os primeiros candidatos à liquidação nos momentos de aversão global ao risco; ii) *assimetria macroeconômica*: o grau de autonomia das políticas macroeconômicas em países não desenvolvidos é menor; iii) *assimetria monetária*: as diferenças qualitativas entre as moedas nacionais estariam na origem das duas outras assimetrias (moedas “inconvertíveis”).

Nesse contexto, **considerados a hierarquia de moedas, o ciclo de liquidez e o carry trade, países periféricos com alto grau de abertura financeira estão sujeitos ao fenômeno da financeirização da taxa de câmbio que se manifesta em uma grande volatilidade da moeda nacional em relação ao dólar, em uma alta correlação com o ciclo de liquidez internacional, com preços de commodities e outras variáveis financeiras. No caso brasileiro, o processo de abertura financeira confere à taxa de câmbio da moeda brasileira com o dólar o status de uma das moedas mais voláteis do sistema**, extremamente correlacionada aos índices de commodities e sensível ao ciclo de liquidez.

4. Liberalização Financeira e Mercado de Câmbio no Brasil

A partir da adoção do regime de câmbio flutuante no Brasil, em 1999, ocorreram mudanças significativas no âmbito regulatório do mercado de câmbio e na liberalização dos fluxos de capital entre residentes e não residentes. Inicialmente, logo após a adoção deste novo regime, a política cambial brasileira foi elaborada de tal forma que o BCB atuou esporadicamente no mercado à vista (na ponta vendedora de dólares) e ausentou-se do mercado de derivativos de câmbio. A autoridade monetária brasileira detinha um reduzido raio de manobra na gestão da política cambial em função da proibição do uso de tais instrumentos (regulação sobre derivativos cambiais) circunscrita aos próprios termos estipulados no âmbito dos acordos com o Fundo Monetário Internacional (FMI) (FARHI, 2006).

Para Prates (2015), este reduzido raio de manobra da política cambial brasileira resultava de um conjunto de três fatores: i) da proibição do BCB de intervir no mercado futuro de câmbio estipulada pelo acor-

6 Como Franco (1998) e Barros e Goldstein (1997), por exemplo.

do firmado junto ao FMI em março de 1999; ii) do baixo volume de reservas disponíveis para intervenções no mercado à vista;⁷ iii) e do volume significativo do estoque da dívida mobiliária interna indexada à taxa de câmbio.

Já em janeiro de 2000, uma medida importante foi adotada no sentido do aprofundamento do processo de abertura financeira da economia brasileira: a Resolução nº 2689, que passou a permitir aplicações de não residentes nos mercados de derivativos, ações e renda fixa sem restrições em relação ao tipo de operação e limite de posição, sendo configurada, portanto, um passo importante na abertura financeira referente à entrada de capitais estrangeiros (*inward transactions*).

Em 2002, o uso dos *swaps* cambiais altera o impacto fiscal da política cambial. Antes o governo fornecia *hedge* cambial para os agentes financeiros por meio da venda de reservas e dos títulos indexados ao dólar emitidos pelo Tesouro (NTD-D). Os *swaps* cambiais cumprem papel semelhante a esses títulos, mas o impacto na contabilidade das finanças públicas é distinto, enquanto os títulos tinham impacto direto na dívida bruta, os *swaps* cambiais não constituem passivos públicos e só têm impactos na conta de juros e, conseqüentemente, na dívida, no momento da liquidação da operação, quando há um resultado que pode ser positivo ou negativo.

De acordo com Farhi *et al* (2018), o uso dos *swaps* cambiais teve início em 2002, momento em que houve forte ataque especulativo contra a moeda brasileira, e aumentou consideravelmente após a crise financeira global de 2008. Além disso, no início de 2005, o Banco Central passou a ofertar derivativos de câmbio, os chama-

dos *swaps* reversos, com características opostas às dos *swaps* tradicionais, devido à pressão no sentido da apreciação do real.

O período compreendido entre 2003 e 2007, por sua vez, apresentou algumas mudanças importantes no âmbito da regulação do câmbio. Uma destas mudanças foi a unificação cambial – do mercado de câmbio de taxas flutuantes e o mercado de câmbio de taxas livres – trazida pela Resolução 3.265, de março de 2005.

Adicionalmente, em janeiro de 2006, os bancos foram desobrigados a depositar no BCB, sem remuneração, os valores que excedessem a posição comprada de US\$ 5 milhões, o que ampliou a importância dos bancos domésticos, e suas estratégias de arbitragem e especulação, na formação da taxa de câmbio. Neste período, portanto, foram aprofundadas as medidas no sentido da liberalização financeira no mercado de câmbio brasileiro (PRATES, 2015).

No âmbito da institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro, modificações importantes ocorreram a partir de 2009, no período seguinte à crise financeira internacional. Conforme já discutido, este período foi caracterizado pelo rápido retorno dos fluxos de capitais e pelos impactos do “tsunami monetário” decorrente das políticas monetárias não convencionais adotadas pelos países centrais (*quantitative easing*). Assim, temendo os impactos deste *boom* no movimento de apreciação do real, a autoridade monetária passou a utilizar instrumentos de administração dos fluxos de capital que modificaram a atuação da política cambial e a institucionalidade do mercado de câmbio.

Nessa direção, o BCB instituiu a aplicação de uma alíquota de 2% do Imposto so-

7 Entre março e junho de 1999, o limite de intervenções acertado com o FMI era de US\$ 8 bilhões. Numa nova revisão do acordo, em julho de 1999, esse limite passou a ser de US\$ 3,122 bilhões, sendo que o BCB só poderia utilizar volumes maiores para gerir eventuais pressões sobre a cotação do dólar caso reforçasse suas reservas com captações externas.

bre Operações Financeiras (IOF) sobre as entradas de portfólio (ações e renda fixa):

“Em ambiente de ingressos líquidos acentuados, em especial para aplicação em renda fixa e variável, os Decretos nº 6.983, de 19 de outubro de 2009, e nº 6.984, de 20 de outubro de 2009, instituíram taxa de 2% de IOF nas operações de câmbio para ingressos de recursos no país, com efeitos em relação aos contratos de câmbio celebrados a partir de 20 de outubro de 2009. Adicionalmente, o Decreto nº 7.011, de 18 de novembro de 2009, instituiu a incidência da alíquota de 1,5% de IOF nas novas emissões de recibos de depósito de ações de companhias brasileiras, a serem negociadas em bolsas estrangeiras. Essa taxa eliminou a arbitragem em favor das American Depositary Receipts (ADRs) contra ações emitidas no Brasil. O IOF passou a ser cobrado somente nas emissões de novas ações, não impactando o mercado secundário” (BCB, 2009, p. 91).

Adiante, esta alíquota foi sendo elevada até atingir 6% em outubro de 2010, mês em que a autoridade monetária também estabeleceu o primeiro mecanismo de gestão de derivativos cambiais a partir do aumento do IOF de 0,38% para 6% sobre as margens de garantia dos contratos futuros de câmbio.⁸ Além disso, segundo Prates e De Paula (2017), o Brasil foi um dos países emergentes que apresentou uma das maiores tendências de valorização cambial entre o segundo trimestre de 2009 e julho de 2011. Nesse contexto, é possível compreender a adoção de um conjunto novo de políticas cambiais. Após a implementação de políticas de administração de fluxos

de capitais a partir de outubro de 2009, a autoridade monetária avançou também no sentido da implementação da regulação sobre derivativos - e no aprofundamento de políticas de regulações prudenciais.

Dessa forma, Mello e Rossi (2017) apresentam que o interesse do governo em atuar ativamente na contenção da apreciação do real ficou claro tanto na diversidade e ineditismo das políticas cambiais adotadas, quanto no plano do discurso econômico. Isto posto, com o consentimento das autoridades monetárias brasileiras e em um contexto marcado pela abundância de liquidez internacional, o BCB passou a agir de forma mais ativa no mercado interbancário de câmbio e no mercado de derivativos. Uma das primeiras ações nesse sentido foi adotada em janeiro de 2011, quando se onerou a posição vendida dos bancos com o recolhimento compulsório não remunerado de 60% sobre posições vendidas em câmbio que excediam US\$ 3 milhões ou o patrimônio de referência dos bancos, “em complementação às medidas de caráter prudencial, com o propósito de promover melhor gerenciamento das posições de câmbio das instituições financeiras” (BCB, 2011, p. 50). Tal regulação desembocou na elevação do custo de captação dos bancos por meio de linhas interbancárias internacionais e também onerou a especulação no mercado futuro (MELLO e ROSSI, 2017).

Assim, com a adoção simultânea de duas frentes de regulação (regulação macroprudencial e regulação sobre derivativos cambiais), a eficácia da política cambial aumentou, de tal modo que o governo brasileiro foi capaz de administrar o nível da taxa de câmbio, mitigando a tendência de valorização da moeda brasileira (PRATES e DE PAULA, 2017). Da mesma maneira, Rossi (2016, p. 153) aponta que a partir de

8 Segundo dados do Ministério da Fazenda, a arrecadação de IOF passou de R\$ 19.244 milhões em 2009 para R\$ 26.601 milhões em 2010, um aumento de 38,2%.

2011, a política cambial brasileira – até então restrita às intervenções com *swaps* e à regulação dos fluxos de capitais – voltou-se para a regulação sobre o mercado interbancário, aumentando o custo das posições vendidas dos bancos. Além disso, com o direcionamento da política cambial para a regulação do mercado de derivativos, a partir de julho de 2011 (Decreto nº 7.536), foi atingido o cerne da especulação cambial que vinha ocorrendo até então pela apreciação da moeda brasileira. Ademais:

“Essa capacidade de administração da taxa de câmbio pode ser observada no segundo semestre de 2012, em particular entre 4 de julho e 12 de novembro de 2012, quando a taxa de câmbio flutuou no intervalo entre 2 e 2,05 reais por dólar, o que configura a sua menor volatilidade desde o abandono do regime de bandas cambiais em 1999.” (MELLO e ROSSI, 2017, p. 17).

Entretanto, como discutido em Nicacio e Rossi (2020), essa fase da política cambial teve duração curta e deu lugar aos desmonte dos mecanismos regulatórios. A partir de meados de 2012, a autoridade monetária passou a flexibilizar as medidas macroprudenciais. Desta forma, o Decreto nº 7.699, de 16 de março de 2012, zerou a fração do IOF nas operações de derivativos cambiais para transações nas quais o valor total da exposição cambial vendida fosse menor que 1,2 vezes o valor total das exportações realizadas no ano anterior. Tal flexibilização foi justificada sob a alegação do crescimento da aversão ao risco por parte dos mercados financeiros a partir de maio de 2012, que gerariam pressões no sentido da desvalorização da moeda brasileira. Neste contexto, o Decreto nº 7.751, de 14 de junho de 2012, instituiu a redução de 1800 para 729 dias do prazo mínimo médio para a incidência da alíquota de 6% do IOF sobre os empréstimos externos. Na sequência, o Decreto nº 7.853, de 5 de dezembro

de 2012, reduziu este prazo para 360 dias. Por fim, em meados de 2013, essa tendência é intensificada, de tal forma que ocorre o fim do modelo de atuação de política ativa em meados deste mesmo ano.

Em 2014, foi adotada uma medida que delimitou o abandono do aparato regulatório montado a partir de 2009 e aprofundado entre 2011 e meados de 2013: o Decreto nº 8.263, de 4 de junho de 2014, a partir do qual o prazo médio mínimo dos ingressos de recursos externos sujeitos à alíquota de 6% de IOF foi reduzido de 360 para 180 dias. Segundo a autoridade monetária brasileira, esta medida teve como objetivo favorecer a captação de recursos externos para investimento e a entrada de dólares, bem como conter o movimento de desvalorização do real.

Mais recentemente, em maio de 2017, o Brasil realizou a solicitação formal para ingresso na Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Desde então, as autoridades econômicas vêm tentando avançar no sentido da adequação às normas e códigos da OCDE, as quais cristalizam um conjunto das chamadas “boas práticas internacionais”. Esta maior adequação é, justamente, uma das justificadas apresentadas na exposição de motivos do Projeto de Lei 5387/2019, o qual previu o **estabelecimento de um Novo Marco Legal Cambial no Brasil**.

A tal “adequação”, na verdade, vai na contramão do debate internacional e além do exigido pela OCDE. A conversibilidade plena da moeda não é exigência da OCDE nem consenso dentre as recomendações de organismos internacionais. A nova posição do FMI em relação à liberalização dos fluxos de capitais após a crise financeira global sustenta que os países membros podem adotar medidas de administração desses fluxos para conter seus efeitos indesejáveis (como apreciação cambial, bolhas de preços de ativos e excessivo crescimento do cré-

dito doméstico), incluindo aquelas que discriminem residentes e não-residentes (FMI, 2012).

As autoridades econômicas brasileiras também justificaram a necessidade da criação do PL com base no argumento de que tais mudanças propiciariam maior modernização, desburocratização e simplificação da legislação cambial brasileira, ignorando, no entanto, os riscos macroeconômicos de tal medida.

Em 30 de dezembro de 2021, a Nova Lei Cambial foi sancionada, sendo que algumas especificidades na nova regulação, bem como alguns prazos para adequação, dependem das definições dadas pelo Banco Central e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No entanto, **a lei permite ampliar as operações que podem ser liquidadas em moeda estrangeira em território nacional e confere ao BCB a possibilidade de autorizar (mediante legislação infralegal) a abertura de contas em moeda estrangeira no Brasil para pessoas físicas e jurídicas sem restrições. Num país cuja moeda não é aceita em âmbito internacional, o mais provável é que esta medida resulte no uso crescente do dólar (a moeda-chave), limitando a capacidade do BCB de manter**

a estabilidade financeira, que passaria a depender do seu estoque de reservas cambiais.

Além disso, a lei permite o endividamento de não-residentes em moeda nacional, o que pode aumentar a vulnerabilidade externa, ao ampliar o tamanho potencial das apostas especulativas contra a moeda nacional. Isto se deve ao fato de que uma expectativa de depreciação pode levar os investidores a se endividarem em reais com o objetivo de comprar dólares para sua posterior revenda, com lucro, caso a moeda brasileira de fato se deprecie

Dessa forma, a Nova Lei Cambial amplia a discussão acerca do aprofundamento do processo de abertura financeira da economia brasileira, iniciado nos anos 90. Naquele período, conforme discutido anteriormente, foram adotadas as chamadas “reformas liberalizantes”, tanto no Brasil como em outras importantes economias da região da América Latina, as quais implicaram numa redução progressiva das restrições à livre movimentação dos fluxos financeiros entre as fronteiras nacionais, aos moldes do que prescrevia o “Consenso de Washington”.

Tabela 1 - Principais modificações na regulamentação cambial pós 1999.

Datas	Normas	Descrição	Finalidade
18 de janeiro de 1999	Comunicado nº 6.565	Instituiu o regime de câmbio flutuante no Brasil. O mercado interbancário passa a determinar a taxa de câmbio, sendo que o BCB pode intervir quando necessário para conter flutuações excessivas da taxa de câmbio	Promover maior estabilidade cambial
26 de janeiro de 2000	Resolução nº 2.689	Referente a aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais. O investidor externo passa a dever: constituir representante no país, preencher formulário instituído pelo BCB e efetivar registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).	Facilitar a entrada de capitais
04 de março de 2005	Resolução nº 3.265	Unificou o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes e o Mercado de Câmbio de Taxas Livres	Regulamentar operações cambiais
19 de outubro de 2009	Decreto nº 6.983 e Decreto nº 6.984	Institui IOF de 2% nas liquidações de operações de câmbio para entrada de recursos no país, para aplicação no mercado financeiro e de capitais.	Reduzir a excessiva valorização do real no contexto de liquidez internacional abundante
18 de outubro de 2010	Decreto nº 7.330	Elevou de 4% para 6% a alíquota de IOF sobre as liquidações de câmbio para ingresso no país realizadas por investidor estrangeiro para operações no mercado financeiro (renda fixa). Também alterou a alíquota de IOF sobre operações efetuadas por investidor estrangeiro para entrada de recursos destinados à constituição de garantias exigidas por bolsas de valores, de mercadorias e futuros ⁹ .	Conter a realização de operações financeiras de curto prazo, visando reduzir a pressão sobre a taxa de câmbio.
6 de janeiro de 2011	Circular nº 3.520	Estabeleceu que as instituições financeiras recolhessem 60% do valor da posição de câmbio vendida sob a forma de depósito compulsório junto ao BCB.	Diminuir a exposição cambial dos bancos em moeda estrangeira.
26 de julho de 2011	Decreto nº 7.536	Fixou a alíquota de IOF nos contratos de derivativos em 1%.	Reduzir as operações especulativas envolvendo derivativos cambiais e reduzir a apreciação cambial.
16 de março de 2012	Decreto nº 7.699	Reduziu a zero a fração do IOF nas operações de derivativos cambiais para operações nas quais o valor total da exposição cambial vendida fosse menor que 1,2 vezes o valor total das exportações realizadas no ano anterior.	Diferenciar o derivativo de caráter especulativo daquele voltado ao hedge cambial.

9 Estas garantias são instrumentos de salvaguardas financeiras presentes em negociações no mercado futuro.

13 de junho de 2012	Decreto nº 7.751	Reduziu de 1800 para 720 dias o prazo mínimo médio para a aplicação da alíquota de 6% do IOF sobre os empréstimos externos.	Reduzir os obstáculos à entrada de capitais.
5 de dezembro de 2012	Decreto nº 7.853	Diminuiu o prazo mínimo médio para a alíquota de 6% do IOF sobre os empréstimos externos para 360 dias.	Facilitar a captação externa de investimento e capital de giro por parte de empresas e bancos.
04 de junho de 2014	Decreto nº 8.263	Reduziu de 360 para 180 dias o prazo médio mínimo dos ingressos de recursos sujeitos à alíquota de 6% de IOF. Com a alteração, a alíquota de IOF foi reduzida a zero nas operações com prazo médio superior a 180 dias.	Facilitar a entrada de capitais.
30 de dezembro de 2021	Lei nº 14.286/2021	Sancionou a Nova Lei Cambial.	Aprofundar a liberalização cambial e a internacionalização monetária.

Fonte: Adaptado de Nicacio (2020).

5. Considerações Finais

A financeirização exacerba a qualidade das moedas nacionais enquanto ativos sujeitos à demanda especulativa dos mercados financeiros. O fenômeno da **financeirização da taxa de câmbio, descrito nesse capítulo, é definido como o aumento da influência financeira na determinação da taxa de câmbio e a crescente importância de agentes e motivações financeiras na precificação das moedas, em detrimento dos fundamentos da economia real.**

Esse fenômeno tem como consequência um padrão de flutuação cambial mais volátil e mais correlacionado com o ciclo de liquidez internacional e com variáveis financeiras. Além disso, está condicionado pela abertura financeira do país e pela estrutura hierarquizada do sistema monetário internacional, no qual os ciclos de liquidez são determinados pelo centro do sistema, assim como os processos especulativos com o *carry trade*, que dependem da orientação das taxas de juros de países centrais.

Nesse contexto, **a taxa de câmbio real-**

-dólar é uma das mais voláteis do sistema e das mais correlacionadas com o ciclo de liquidez. No boom internacional, o real é uma das moedas que mais valoriza, na crise, uma das que mais desvaloriza. Essa volatilidade não contribui em nada para o investimento produtivo e para o desenvolvimento econômico.

Isso ocorre por conta da abertura financeira do país e das características institucionais, como uma taxa de juros estruturalmente alta e um mercado de câmbio permeável à especulação financeira. Essas características podem estar sendo agravadas pela Nova Lei Cambial.

Implementada em 2022, essa lei institui um novo marco legal do câmbio que tem o potencial de exacerbar a financeirização da taxa de câmbio no Brasil ao possibilitar, dentre outras medidas liberalizantes, a disseminação de contas em dólar no Brasil. Consequentemente, o país pode se ver diante de um aumento da volatilidade cambial, da correlação com o ciclo de liquidez e de episódios de fugas de capital.

Referências

BARROS, J. R. M.; GOLDENSTEIN, L. (1997). Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 17.

BCB. (2011). Relatório Anual, v. 47, p. 1-224. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2011/rel2011p.pdf>.

BIANCARELLI, A. M. (2007) Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira. Tese (doutorado) — Instituto de Estudos da Linguagem, Universidade de Campinas, Campinas, 2007.

BIANCARELLI, A. (2010). A abertura financeira no Brasil: um balanço crítico. In Carneiro, R. & Marcolino, L. C. Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude.

CARNEIRO, R. (2008). Globalização e inconvertibilidade monetária, *Revista de Economia política*, v.28, n.4 (112), p. 539-556.

CARVALHO, F.C. (1992). Moeda, Produção e Acumulação: Uma Perspectiva Pós-Keynesiana. In Silva, M.L.F., Moeda e Produção: Teorias Comparadas. Brasília: Editora Universidade de Brasília.

CHICK, V. (2010). Sobre moeda, método e Keynes: ensaios escolhidos. Campinas, SP: Editora da Unicamp.

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

DAVIDSON, P. (1972). Money and the real world. *The Economic Journal*, v. 82, n. 325, p. 101-115.

DE CONTI, B. M. (2011). Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Tese de doutorado - IE/ UNICAMP.

DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. (2014). A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, v. 23, n. 2, p. 341-372.

FARHI, M. (2006). O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. *Política Econômica em Foco*, (7), 152-183.

FARHI, M., PRATES, D. M., & ABOUCHEDID, S. (2018). Derivativos de câmbio e relação Banco Central-Tesouro: o caso do Brasil. *O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros*, p. 13.

FMI (2012) The liberalization and management of Capital Flows: na institutional view. Disponível em: < <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf> >.

FRANCO, G. H. (1998). A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, v. 18, n. 3.

FRITZ, B; PAULA, L. F; PRATES, D.M. (2018). Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 15, n. 2, 208–218.

KEYNES, J. M. A teoria geral do emprego do juro e da moeda. São Paulo: Atlas, 1992 [1936].

KOHLER, M. (2010). Exchange rates during financial crises. *BIS Quarterly Review*.

- McCAULEY, R. N.; McGUIRE, P. (2009). Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging. *BIS Quarterly Review December*.
- MELLO, G.; ROSSI, P. (2017). Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. *Textos para discussão*, Instituto de Economia UNICAMP, n. 309.
- MINSKY, H. P. (1986). Stabilizing an unstable economy. New Heaven: Twentieth Century Fund Report.
- MIRANDA, J. C. A economia monetária. In: CARNEIRO, R. (Org.). Os clássicos da economia 2. São Paulo: Ática, 2003.
- NICACIO, A. C. (2020). Financeirização, política cambial e o padrão de flutuação da taxa de câmbio: uma análise da experiência brasileira entre 1999 e 2018. Dissertação de Mestrado - IE/ UNICAMP.
- NICACIO, A. C.; ROSSI, P. Fases da política cambial no Brasil de 1999 a 2018. *A ECONOMIA EM REVISTA*, v. 28, p. 1-12, 2020.
- OCAMPO, J. A. (2001). International asymmetries and the design of the international financial system. ECLAC.
- PALLEY, T. (2007). Financialization: What it is and why it matters. Levy Economics Institute Working Paper, 525.
- PAULANI, L. M. (2017). Não há saída sem a reversão da financeirização. *Estudos Avançados*, v. 31(89), p. 29-35.
- PRATES, D. M. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de economia contemporânea*. 9(2): 263-288, mai./ago. 2005.
- PRATES, D. M. (2015). O regime de câmbio flutuante no Brasil: 1999 – 2012: especificidades e dilemas. IPEA.
- PRATES, D. M.; PAULA, L. F. D. (2017). Capital account regulation in Brazil: an assessment of the 2009-2013 period. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 37(1), p. 108- 129.
- RAMOS, R. (2016). Financialization and its Implications on the Determination of Exchange Rates of Emerging Market Economies. Tese de doutorado - IE/ UNICAMP.
- ROSSI, P. (2014). Especulação e arbitragem no mercado brasileiro de câmbio futuro. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 18, n. 1, p. 84-98.
- ROSSI, P. (2015). Política cambial no Brasil: um esquema analítico. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 35, 708-727.
- ROSSI, P. (2016). Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação. Editora FGV.
- SERRANO, F. (2002). Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e sociedade*, v. 11, n. 2, p. 237-253.



FONACATE

Fórum Nacional Permanente
de Carreiras Típicas de Estado

www.fonacate.org.br