



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA**  
**FACULDADE DE ECONOMIA**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**THIAGO LIMA DE SOUZA BARTOLOMEU**

**FINANCEIRIZAÇÃO SUBORDINADA E O MERCADO DE**  
**CÂMBIO INTERNACIONAL: O REAL E SUAS**  
**ESPECIFICIDADES**

Salvador  
2021

**THIAGO LIMA DE SOUZA BARTOLOMEU**

**FINANCEIRIZAÇÃO SUBORDINADA E O MERCADO DE  
CÂMBIO INTERNACIONAL: O REAL E SUAS  
ESPECIFICIDADES**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Área de concentração: Economia monetária.

Orientador: Prof. Dr. Nuno Jorge Rodrigues Teles

Sampaio.

Salvador  
2021

Ficha catalográfica elaborada por Valdineia Veloso CRB 5/1092

B292 Bartolomeu, Thiago Lima de Souza  
Financeirização subordinada e o mercado de câmbio internacional:  
o real e suas especificidades / Thiago Lima de Souza Bartolomeu. –  
Salvador, 2021

72f. tab.; fig.; graf.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Faculdade de  
Economia, Universidade Federal da Bahia, 2021

Orientador: Prof. Dr. Nuno Jorge Rodrigues Teles Sampaio

1. Política cambial 2. Economia monetária. Financeirização  
I. Sampaio, Nuno Jorge Rodrigues Teles II. Título III. Universidade  
Federal da Bahia

CDD: 332

# FINANCEIRIZAÇÃO SUBORDINADA E O MERCADO DE CÂMBIO INTERNACIONAL: O REAL E SUAS ESPECIFICIDADES

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em 02 de dezembro de 2021.

Banca Examinadora



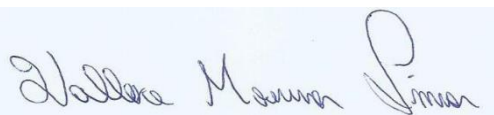
---

**Prof. Dr. Nuno Jorge Rodrigues Teles Sampaio – Orientador**  
Universidade Federal da Bahia – UFBA



---

**Prof. Dr. Fabrício Pitombo Leite**  
Universidade Federal da Bahia – UFBA



---

**Prof. Dr. Uallace Moreira Lima**  
Universidade Federal da Bahia – UFBA

Dedico este trabalho à minha mãe/avó, Alice  
Emília

## AGRADECIMENTOS

À Lair pela companhia e apoio incondicional ao longo destes seis anos que resido em Salvador, e também pela grande contribuição na minha formação crítica. À Wagner e Alice por terem sido os principais financiadores desta jornada na graduação, e pela crença inexorável no meu sucesso. À Lucrecia, Paulo e Cleonice por todo o carinho, através dos conselhos e incentivos. Aos meus irmãos – Maria Emília e Wagner Júnior –, primos – João Otávio e Ana Elvira – e namorada – Maria Luísa – por sempre estarem ao meu lado. Em especial, agradeço ao meu avô, Manoel Bartolomeu, que partiu deste plano material em janeiro, por todos os seus ensinamentos. Ademais, agradeço à família Souza-Bartolomeu e agregados pelo desvelo e incentivo.

Ao professor Nuno Teles por ter sido meu orientador nestes últimos três anos e ter desempenhado tal função com dedicação, (muita) paciência e companheirismo. Também por ter sido pedra angular no meu processo de formação intelectual. Agradeço a todos os professores e pesquisadores que compõe o Núcleo de Estudos Conjunturais (NEC) pelos intercâmbios de conhecimento e pelas contribuições prestadas a minha formação acadêmica, especialmente cito os professores Uallace Moreira e Fabricio Pitombo pela leitura crítica e atenciosa deste trabalho.

À Faculdade de Economia da UFBA pela formação plural que me foi concedida. Aos professores pelas correções e ensinamentos que contribuíram para minha formação. Aos funcionários da faculdade por proporcionarem o melhor ambiente possível para o corpo discente. Aos amigos que compartilhei angústias e felicidades durante a graduação, por permitirem que esta trajetória fosse a melhor possível. Por fim, agradeço àqueles que contribuíram de alguma forma para a minha formação política-ideológica, principalmente por se atreverem a pensar a economia à serviço do povo.

## RESUMO

Esta pesquisa tem como finalidade contribuir com a literatura da financeirização subordinada analisando o comportamento do mercado de câmbio internacional a partir da volatilidade do real. O processo de formação da taxa de câmbio contemporâneo está subordinado aos ditames do mercado financeiro, as decisões de alocação de portfólio dos agentes e aos ciclos de liquidez. Partindo-se de uma análise institucional, dos arcabouços estatísticos do Mercado de Câmbio Internacional (*Forex*) e da Balança de Pagamentos do Brasil, verifica-se os possíveis impactos da financeirização na taxa de câmbio R\$/US\$. Além disso, discute-se as principais políticas cambiais adotadas desde 1994 até 2021 no Brasil e as especificidades da moeda brasileira no mercado cambial internacional, além de fornecer uma análise crítica do papel institucional brasileiro sobre a condição subordinada da política macroeconômica que afeta a dinâmica cambial. Dentro do observado, os movimentos especulativos do mercado *offshore* atrelado ao mercado de derivativos de câmbio tem um considerável impacto na formação da taxa de câmbio R\$/US\$. Então, o fenômeno da financeirização da taxa de câmbio é verificado no Brasil através da investigação do padrão de flutuação cambial do real, que tem como característica a alta volatilidade relacionada ao ciclo de liquidez internacional e as operações especulativas no mercado cambial internacional.

**Palavras-chave:** financeirização; câmbio; financeirização subordinada; política cambial; economia monetária; moeda real.

## ABSTRACT

This research aims to contribute to the literature on subordinated financialization by analyzing the behavior of the international exchange market from the volatility of the real (Brazilian currency). The process of the formation of the contemporary exchange rate is subordinated to the dictates of the financial market, the assignments of portfolio allocation of agents, and the liquidity cycles. Based on an institutional analysis of the statistical frameworks of the Foreign Exchange Market (Forex) and the Balance of Payments of Brazil, the possible impacts of financialization on the exchange rate R\$/US\$. Thus, the main exchange rate policies adopted from 1994 to 2021 in Brazil and the specificities of the Brazilian currency in the international foreign exchange market are discussed, in addition to providing a critical analysis of the Brazilian institutional role of the subordinate condition of macroeconomic policy that affects exchange rate dynamics. Within the observed, the speculative movements of the offshore market linked to the foreign exchange derivative market have a considerable impact on the formation of the R\$/US\$ exchange rate. Then, the phenomenon of the financialization of the exchange rate is verified in Brazil through the investigation of the exchange rate fluctuation pattern of the Brazilian currency, which is characterized by high volatility related to the international liquidity cycle, and speculative operations on the international foreign exchange market.

**Key words:** financialization; foreign exchange; subordinated financialization; exchange rate policy; monetary policy; real currency.



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>O QUE É FINANCEIRIZAÇÃO? .....</b>	<b>15</b>
2.1	A ESCOLA PÓS-KEYNESIANA .....	15
2.2	A ESCOLA REGULACIONISTA .....	18
2.3	A ECONOMIA POLÍTICA MARXISTA .....	20
2.4	SÍNTESE? FINANCEIRIZAÇÃO E SUA RELEVÂNCIA PARA O MERCADO CAMBIAL .....	23
<b>3</b>	<b>FINANCEIRIZAÇÃO SUBORDINADA .....</b>	<b>26</b>
3.1	HIERARQUIA MONETÁRIA .....	28
<b>4</b>	<b>O MERCADO DE CÂMBIO INTERNACIONAL (FOREX).....</b>	<b>31</b>
4.1	ESPECIFICIDADES DO REAL NO MERCADO CAMBIAL.....	36
<b>5</b>	<b>A FINANCEIRIZAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO DO REAL.....</b>	<b>46</b>
5.1	DO PROCESSO DE ABERTURA E DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA.....	46
5.2	O REAL NO SÉCULO XXI .....	48
5.2.1	O período pré-crise financeira internacional de 2007/2008 .....	49
5.2.2	Os efeitos da crise financeira internacional de 2007/2008 .....	51
5.2.3	A experiência no uso de controle de capitais (2009 – 2013).....	55
5.2.4	À mercê da livre mobilidade dos fluxos financeiros (2013 – 2021).....	58
<b>6</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>61</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>65</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A conturbada ascensão da finança no capitalismo nas últimas quatro décadas alertou para a necessidade de entender as mudanças que o capitalismo contemporâneo está vivenciando. A maior crise econômica internacional<sup>1</sup> deste século em 2007-2008, fez com que o modelo de negócio do sistema financeiro, em transformação desde os anos 1980, fosse debatido e desafiado. A financeirização da economia, então, passou a ter atenção na literatura das ciências sociais e, como aponta Zwan (2014), tem diversas utilizações metodológicas e conceituais que vão desde uma abordagem microeconômica até um entendimento de uma nova configuração política e social ancorada no crescimento das finanças. A literatura sumariza este conceito com base em Epstein (2005), que define a financeirização como um conjunto de processos históricos e institucionais através dos quais os atores, os motivos e mercados financeiros ganharam um peso acrescido no capitalismo contemporâneo, exercendo uma influência crescente nas suas dinâmicas.

Em outras fases do capitalismo, as finanças também desempenharam um papel central na economia, mas sua sofisticação contemporânea, observada pelas inovações dos produtos financeiros, revela uma dissociação de seu papel anterior de financiar a produção. Enquanto as finanças atualmente se concentram em uma rápida volta do especulador, sobre os lucros das negociações. A sofisticação das finanças não está estritamente ligada a funções anteriores de financiamento relacionadas com o desenvolvimento do capital, e sim no importante lugar que a especulação ocupa através da complexidade dos produtos financeiros. O capitalismo liderado pelas finanças deu prioridade ao capital fictício<sup>2</sup>, onde os instrumentos, como derivativos<sup>3</sup> ou títulos garantidos por ativos, são várias camadas removidas de qualquer atividade econômica real de criação de valor (GUTTMANN, 2008). Nesse domínio, o objetivo consiste na troca de ativos – instrumentos financeiros – entre os agentes para ganhos de capital, uma atividade

---

<sup>1</sup> A crise hipotecária, culminada em setembro de 2008, colapsou um dos maiores bancos de investimento norte-americano, Lehman Brothers, gerou consequências drásticas para as economias mundiais. Um dos mecanismos de transmissão desta crise se deu através do congelamento do mercado de crédito interbancário.

<sup>2</sup> Marx (1973) traz o termo capital fictício distinguindo do capital portador de juros que forma o crédito. Ou seja, é a perda da relação com a produção real em que o valor é consumado, gerado e ampliado, de forma com que este novo capital tenha um valor que se autovaloriza.

<sup>3</sup> Derivativos são, segundo a definição mais utilizada, contratos financeiros que estabelecem pagamentos futuros, cujo valor deriva de um ativo ou instrumentos financeiros (ROSSI, 2016).

rentável que advém do processo de especulação<sup>4</sup>.

O mercado cambial contemporâneo, no contexto da financeirização da economia e da crescente especulação nas atividades financeiras, funciona de acordo com os regimes de câmbio flexível, onde o grau de abertura/desregulamentação financeira impera. Este fenômeno sob o mercado cambial tem sua origem, nos países centrais, após o colapso das instituições de Bretton Woods na década de 1970<sup>5</sup>. Já nos países periféricos, a abertura e desregulamentação financeira a partir da década de 1990 marcam o início deste processo. É possível verificar, desde então, conforme apontam Kaltenbrunner e Paineira (2015), o aumento do volume de investimentos estrangeiros em ativos de países periféricos, denominados nas moedas locais, e o conseqüente aumento dos derivativos cambiais. As inovações dos produtos financeiros neste mercado indicam, assim, um aumento da lógica especulativa no câmbio.

Com o desenvolvimento e a crescente importância do Sistema Monetário-Financeiro Internacional (SMFI), os montantes negociados aumentaram consideravelmente. A dinâmica cambial, parte integrante do SMFI, também configurou-se após o crescimento dos fluxos financeiros nos mercados, deslocando a determinação da taxa de câmbio para a conta de capital, que outrora tinha como determinante principal a conta comercial (HUDSON, 2008; EATWELL; TAYLOR, 2001). As taxas de câmbio passam a depender mais das escolhas de carteira dos agentes do mercado financeiro do que dos desequilíbrios comerciais (MISNKY, 1990). Então, a crescente desregulamentação e integração financeira dos países periféricos permitiu novas formas de acumulação de ativos financeiros em divisas estrangeiras (KARWOWSKY; STOCKHAMMER, 2017) e oportunidades de lucro em negociações especulativas no mercado financeiro (FARHI, 2017). Os países periféricos foram forçados a fixar altas taxas de juros e quadros institucionais que atraíssem fluxos de capital estrangeiros de curto prazo (GINDIN; PANITCH, 2013). Novas formas de volatilidade cambial (advindas

---

<sup>4</sup> Utilizando como base o conceito de Kaldor (1976), a especulação é entendida como a compra (ou venda) de bens com vista à revenda (ou recompra) numa data posterior, quando o motivo subjacente a tal ação for a expectativa de uma alteração dos preços relevantes relativamente aos preços dominantes e não um ganho resultante da sua utilização.

<sup>5</sup> O conjunto das relações econômicas – comerciais, produtivas, tecnológicas e financeiras – que nasceu do acordo de Bretton Woods em 1944 e prosperou até o início da década de 1970, sob a liderança norte-americana, não resistiu ao próprio sucesso. Nas décadas de 1950 e 1960, as economias dos países capitalistas desenvolvidos desfrutaram de um crescimento econômico combinado com baixo nível de desemprego, baixa inflação e diminuição da desigualdade social e econômica (GLYNN, 2007). Os anos setenta se iniciam com um tríplice desequilíbrio – do capital, do trabalho e da periferia –, que marca o início de um período de intensas transformações no plano mais amplo do modo de produção capitalista (ARRHIGI, 1994). Isso será mais discutido na seção 2 e na seção 4.

dos instrumentos financeiros/especulativos do mercado cambial), impulsionadas por novos mercados e produtos financeiros, foram combatidas pela acumulação de reservas internacionais (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2015).

A inerente instabilidade do capitalismo – e do sistema financeiro – é fundamental para entender a dinâmica das taxas de câmbio atualmente. Os estudos que abordam a financeirização e o mercado cambial são focados, para além da institucionalidade, nas consequências do maior peso dos fluxos financeiros e da especulação associada às mudanças ocasionadas pelo crescimento desordenado das finanças e suas inovações. Entretanto, há poucos estudos focados na análise da financeirização e suas especificidades na determinação da taxa de câmbio das moedas periféricas.

No âmbito da economia brasileira, a incerteza nos mercados financeiros internacionais verificada mais acentuadamente nas crises financeira internacional de 2007/2008 e do novo coronavírus em 2020-2021 provocaram pressões semelhantes na taxa de câmbio do real, onde foi possível perceber claramente os desequilíbrios macroeconômicos do Brasil: o real foi a moeda que mais desvalorizou, dentre os emergentes, durante estas duas crises. Por outro lado, nos momentos de alta do ciclo de liquidez neste século, especificamente durante 2003 até 2008, o real foi a que mais apreciou dentre todas as moedas dos países emergentes (ROSSI, 2016). Por que essa “montanha russa” acontece? Por que o Brasil é o país que mais sofre com a volatilidade durante os últimos vinte anos? Quais são as peculiaridades do real? Quais são os principais canais de transmissão da financeirização sobre a formação da taxa de câmbio do real? Qual é o papel institucional neste processo?

Visando o aprofundamento de tais questões, este trabalho estrutura-se em seis seções: para além desta introdução, em mais quatro seções e, por fim, a conclusão. Na segunda seção é tratado, a partir de uma abordagem teórica, o conceito de financeirização para as principais escolas de pensamento que debruçam estudos sobre a temática. A financeirização tem de ser conceituada através de uma análise mais substantiva das transformações que estão no cerne deste processo e isto tem sido objeto de pesquisa em diferentes correntes teóricas dentro da economia política (pós-keynesiana, economia política marxista, escola regulacionista, etc.), bem como em outras ciências sociais, como geografia e sociologia. É fundamental, para este trabalho, uma visão geral dos debates teóricos em torno deste conceito para entender o conteúdo da financeirização numa economia moderna. Por fim, traz uma síntese destas escolas em relação a importância

para os estudos sobre o mercado cambial.

A terceira seção discute a financeirização subordinada/periférica. A financeirização provoca diferentes reações culturais, sociais, políticas e econômicas em diferentes geografias e contextos. Então, as análises das hipóteses da financeirização nos países periféricos e das suas consequências para estas economias são fundamentais para dar base, teórica e empírica, para este trabalho. Discute-se também uma consequência particular e muito relevante da financeirização subordinada: a hierarquia monetária presente no SMFI, onde é possível perceber que as moedas periféricas estão sujeitas a uma fonte adicional de volatilidade da taxa de câmbio e não possuem conversibilidade internacional. Os ciclos financeiros internacionais influenciam o comportamento dessas moedas devido aos seus baixos prêmios de liquidez e, portanto, estão sujeitas a grandes choques externos provocados pelo cenário financeiro internacional. Isso configura um tipo diferente de volatilidade que não está associado a desvios diários em torno da tendência, mas sim a grandes depreciações ocasionais do câmbio das moedas periféricas.

A quarta seção, por sua vez, analisa o Mercado de Câmbio Internacional – *Foreign Exchange Market (Forex)* – e a influência da financeirização nas dinâmicas cambiais contemporâneas. Esse mercado tem, como características relevantes, a dominância do mercado de balcão, alto grau de liquidez, baixa regulação e alta alavancagem. Além disso, o volume de negócios neste mercado o faz ser o mais importante do mundo. Esta seção também apresenta as especificidades do real no mercado cambial, discutindo como a regulação cambial brasileira permite a evolução dos mercados cambiais intebancario, *onshore* e *offshore*. Nota-se, assim, o impacto dos movimentos especulativos do mercado cambial offshore sobre os derivativos cambiais e, por meio do mercado interbancário, sobre o mercado de câmbio à vista. Portanto, a dinâmica de funcionamento do mercado cambial e os seus instrumentos serão aprofundados nesta seção para verificar os possíveis canais de transmissão da financeirização na determinação da taxa de câmbio.

A quinta seção traz o processo da financeirização da taxa de câmbio do Brasil e as distintas políticas cambiais adotadas pelo Banco Central do Brasil ao longo deste período. Para isso, tem-se duas subseções: uma discute o processo de abertura e desregulamentação financeira, e a outra apresenta as especificidades do real no século XXI, relacionando as distintas políticas cambiais brasileira neste século com as hipóteses da financeirização subordinada. As alterações

institucionais e conjunturais a partir da década de 1990, com a abertura e desregulamentação financeira, o aprofundamento de tais medidas a partir dos anos 2000 com os governos de Fernando Henrique Cardoso (FHC) e Luís Inácio Lula da Silva moldaram a financeirização no Brasil. O Plano Real, os rumos das medidas de política cambial adotadas desde o Regime de Câmbio Flutuante – em 1999 – até o período recente, são pontos discutidos, apresentados e confrontados perante as pistas teóricas aqui apresentadas. Nesta seção, verifica-se também o comportamento da taxa de câmbio (R\$/US\$) inserida na lógica financeirizada contemporânea do *Forex*. O objetivo deste capítulo é entender a dinâmica de flutuação do real, para isso, com base nas pistas teóricas, investiga os fluxos financeiros do país através da análise da Balança de Pagamentos e, dessa forma, verifica possíveis correlações com a taxa de câmbio (R\$/US\$). Para além disso, de modo a compreender tal fator, busca a análise do padrão de flutuação cambial, o qual possui duas características gerais: i) correlação da taxa de câmbio (R\$/US\$) com o ciclo de liquidez internacional; e ii) correlação da taxa de câmbio (R\$/US\$) com os instrumentos do *Forex*.

Por fim, a conclusão deste trabalho sumariza o mercado de câmbio do real como financeirizado e atrelado aos ditames do SMFI. Diferentemente do canal de câmbio convecional, onde os fluxos financeiros comerciais tinham peso considerável, a financeirização da taxa de câmbio deu vez a instrumentos sofisticados do mercado financeiro como principais determinantes das taxas de câmbio. Apesar da ampla gama de assuntos cobertos pela literatura da financeirização, estas implicações da taxa de câmbio não são trazidas com tanta frequência e as análises das moedas emergentes são raras. Este trabalho visa, então, contribuir com a discussão sobre a financeirização da taxa de câmbio, bem como fornecer uma análise crítica do papel institucional brasileiro perante a condição subordinada da política macroeconômica aos ditames dos países centrais e do SMFI.

## 2 O QUE É FINANCEIRIZAÇÃO?

Definir o que é a financeirização tem sido uma preocupação fundamental para os defensores e críticos do termo (MARDER *et al.*, 2020). Repetidamente designado como “muito amplo” ou “muito vago”, questões de definição têm seguido o conceito de financeirização desde o seu início. O que contribuiu para esta preocupação foi o próprio sucesso de definições que se revelaram suficientemente abrangentes para permitir que diferentes abordagens se associem. Indiscutivelmente, alguns de seus blocos de construção levantam questões de definição em si, mas a formulação apresentada na introdução, em Epstein (2005), certamente facilitou a consolidação do campo, fornecendo um identificador que se adaptou a uma ampla gama de esforços de pesquisa. Outra definição frequentemente citada de financeirização é a de Krippner (2005), como sendo um padrão de acumulação em que os lucros se acumulam principalmente através de canais financeiros e não através do comércio e da produção de mercadorias. Para entender este fenômeno, como um todo, é preciso, então, investigar as correntes teóricas que dão base aos estudos atuais da financeirização.

Três escolas da economia política contemporânea, Pós-keynesiana, Regulacionista e a Marxista, debruçaram-se em entender as mudanças do capitalismo ancorado nas finanças, os seus contextos e as suas especificidades. Esta seção traz uma visão geral dos entendimentos concorrentes de financeirização dentro das principais correntes da economia política. A organização desta revisão baseia-se no entendimento da influência das tradições da economia política. O pós-keynesianismo contemporâneo, influenciado por economistas como Hyman Minsky, Joan Robinson e Michal Kalecki, além do próprio Keynes, está centrado na dinâmica dos mercados financeiros, nos seus mecanismos internos e nas suas implicações para a economia de forma agregada.

A teoria regulacionista, nascida dos esforços para entender a crise global da década de 1970 foi originalmente influenciada pelo estruturalismo marxista, no entanto, o desenvolvimento desta escola posteriormente se deu no estudo das instituições centrais como impulsionadores da acumulação capitalista. A economia política marxista, por sua vez, está dividida nesta seção entre as tradições anglo-saxã e francesa, observando os diferentes caminhos que foram traçados a partir de tais influências.

### 2.1 A ESCOLA PÓS-KEYNESIANA

A teoria pós-keynesiana foca seus estudos de financeirização em como o crescimento dos mercados financeiros pavimentou o caminho para períodos de fragilidade e volatilidade da economia. Para o *mainstream* econômico, as tomadas de decisão dos agentes são realizadas conforme os microfundamentos tanto da racionalidade maximizadora quanto da lógica de equilíbrio sistemático dos modelos de *Market Clearing* (LUCAS, 1973). Assim, os agentes econômicos tomam decisões de acordo com as estimativas que eles realizam sobre o comportamento *ex ante* de algumas variáveis, que têm como referência cálculos probabilísticos (o risco). Entretanto, como resposta, os pós-keynesianos envolvem, em seus estudos, o conceito de incerteza radical em relação ao futuro e as decisões econômicas dos agentes de preferência pela liquidez, impossibilitando, assim, a realização de cálculos probabilísticos. Ou seja, como o futuro não pode ser antecipado, a incerteza condiciona os agentes a reterem moeda ao invés de tomarem decisões racionais através da maximização de suas utilidades. A economia monetária, portanto, é inerentemente instável devido ao fato da decisão dos agentes ter como base este ambiente de incerteza. Com base na noção keynesiana não probabilística da incerteza, Minsky (1985) argumenta que as transações financeiras seguem um caminho endógeno, crescente e volátil. Os períodos de estabilidade financeira dão lugar à incerteza e à fragilidade.

Os pós-keynesianos, segundo Wray (2007), utilizam este arcabouço teórico para explicar a crescente importância da esfera financeira. A inflação constante dos preços dos ativos em períodos de recuperação aumentaria os valores das garantias, permitindo que as empresas se endividassem. A economia financeirizada advinda das inovações financeiras e da liberalização dos fluxos esticaria a liquidez e aumentaria a alavancagem de tal forma que a solvência estaria ameaçada (MINSKY, 1999; WRAY, 2007). Este crescimento é entendido como uma dinâmica endógena das economias capitalistas. Num ambiente financeirizado, as decisões de portfólio dos agentes descolam-se para o setor financeiro em busca de maiores retornos, comprometendo a expansão da capacidade produtiva do país. A financeirização, então, pode ser representada pelo aumento dos investimentos especulativos em detrimento dos investimentos em capacidade produtiva, impactando negativamente o crescimento econômico (PALLEY, 2013; STOCKHAMMER, 2010).

A visão Pós-keynesiana, então, compreende a financeirização como um limitador ao crescimento econômico. As economias que são financeiramente integradas são mais vulneráveis a crises e bolhas especulativas. Palley (2013) avalia os impactos da financeirização



nas economias, particularmente sua potência, observando a significância do setor financeiro em relação ao setor real. Identificam-se, assim, três canais diferentes para o crescimento do setor financeiro: i) mercados financeiros novos e em evolução tecnológica (principalmente as tecnologias de informação e de dados), que permitiu maior integração entre os mercados; ii) políticas econômicas neoliberais caracterizadas pelo abandono dos objetivos de pleno emprego, com a liberalização internacional do comércio e do capital, privatização de bens públicos e reforma do mercado de trabalho; e iii) novo comportamento empresarial com o alinhamento dos modelos de negócio com os mercados financeiros. Então, para Palley (2013), essa nova configuração culminaria em uma pressão descendente sobre os salários, agora separada do crescimento da produtividade e na crescente desigualdade nos países.

Stockhammer (2004), por sua vez, foca o estudo nos efeitos macroeconômicos da financeirização na acumulação de capital. A financeirização é entendida aqui também como o surgimento da crescente esfera financeira (evolução da intermediação financeira, integração internacional e cultura de governança corporativa acionista) devido a décadas de liberalização financeira e inovação tecnológica. Os impactos da financeirização sobre as variáveis macroeconômicas são conceituados através da ascensão de uma classe rentista, cuja renda vem de dividendos e juros, e o conseqüente aumento da desigualdade de renda. Stockhammer (2004) aponta três condutas para impactos regressivos na acumulação): i) diferentes propensões para economizar e consumir de locatários e trabalhadores, onde a propensão a consumir dos trabalhadores é mais elevada; ii) pressão dos acionistas para “distribuir” maiores dividendos, muitas vezes retardando a ampliação de investimentos produtivos das empresas; e iii) bolhas de riqueza de ativos que induzem o aumento do endividamento das famílias, com implicações nas propensões para poupar e consumir do rendimento corrente a curto prazo e efeitos distributivos regressivos (devido ao aumento do peso da dívida) a longo prazo.

Embora haja grande preocupação com as consequências sociais e distributivas da economia em mudança, houve pouco trabalho sobre a dinâmica econômica que leva ao surgimento da hegemonia financeira. O foco do pós-keynesianismo é colocado nas políticas públicas de liberalização, privatização e desregulamentação geralmente identificadas com o neoliberalismo. Algumas perguntas permanecem sem resposta, tais como: por que as condições políticas para o neoliberalismo surgiram nas décadas de 1970 e 1980? Qual é a relação entre a financeirização e a crescente integração global do comércio internacional e a transnacionalização da produção? A negligência de tais questões leva estes autores a uma

interpretação histórica aquém do período pós-guerra. A época de ouro do progresso econômico e social durante o período pós-guerra seria completamente separada dos fatores econômicos e políticos dos últimos trinta anos. Tal distinção coloca esses autores em uma posição anacrônica, defendendo um retorno a um período particular do capitalismo, com suas idiossincrasias históricas, através de uma regulação robusta liderada pelo Estado. A análise da dinâmica política e social que deu origem à financeirização está ancorada na investigação sobre os seus impactos negativos no crescimento e na desigualdade, de modo que continua a faltar uma explicação sobre a forma como as empresas e os trabalhadores se relacionam e interagem com esta economia financeirizada.

## 2.2 A ESCOLA REGULACIONISTA

A teoria regulacionista ganhou relevância durante a década de 1970 com as contribuições dos economistas Robert Boyer (1986) e Michel Aglietta (1998). Estes economistas tentaram se afastar da abordagem neoclássica em favor de um novo marco teórico, na tradição intelectual de Marx e Keynes, que poderia representar de forma endógena a evolução econômica dos anos dourados. De acordo com Boyer (1991), a escola Regulacionista francesa defende que as mudanças ocorridas no capitalismo são resultado de uma crise estrutural no regime de acumulação fordista-keynesiano<sup>6</sup>. O regime em questão tem como características os altos investimentos em capital fixo para proporcionar aumento da produtividade, além de promover um consumo em massa. Para tal, foi necessária uma intervenção governamental com políticas direcionadas à realização desses investimentos, além de instituições sociais, normas e hábitos condizentes com o regime de acumulação. As influências estruturalistas são aparentes na teoria da regulação, pois enfatizam o papel de certas instituições acima das forças produtivas. Segundo Boyer (2000), um olhar sobre cinco instituições socioeconômicas distintas, mas inter-relacionadas, e a forma como são organizadas serve para ilustrar diferentes regimes de acumulação de capital, histórica e nacionalmente, sendo estas: i) a forma como a concorrência é organizada entre empresas (formação de preços, nível de concentração, etc.); ii) instituições monetárias (fundamentos da moeda, funções e circulação); iii) o Estado e a forma que toma a

---

<sup>6</sup> Durante o período de 1965 a 1973, a dificuldade do regime fordista-keynesiano em manter as contradições inerentes do capitalismo ficou mais evidente, e, segundo Harvey (1989), os maiores responsáveis por isso foram a rigidez dos investimentos em capital fixo para sustentar a produção em massa; rigidez nos mercados de trabalho, nas alocações e nos contratos laborais; e a rigidez com os compromissos sociais, como seguro social, aposentadoria e defesa (HARVEY, 1989). A junção dessas rigidezes parecia mais um “abraço disfuncional de interesses tão estreitamente definidos a ponto de minar em vez de garantir a acumulação de capital” (HARVEY, 1989).

sua intervenção econômica; iv) a inserção da economia internacional (relações comerciais e de investimento com outros países); e v) a relação trabalho-salário (mercados e organização do trabalho, determinação salarial etc).

A financeirização é entendida como um regime de acumulação guiado pelas finanças, substituindo o regime fordista<sup>7</sup>, e que promove uma estrutura de governança produtiva voltada para a geração de valor ao acionista, com foco na distribuição de dividendos e aumento da taxa interna de retorno para cumprir condições impostas pelos acionistas (AGLIETTA, 2000). Embora haja este reconhecimento da hegemonia financeira nas principais economias, os regulacionistas divergem ao analisar o novo regime de acumulação que surgiu nas últimas décadas. Boyer (2000) desconsidera a relação trabalho-salário em favor de uma abordagem institucional mais sistemática, onde argumenta que a ruptura das chamadas alianças políticas dos anos dourados e o dinamismo dos modos de regulação conduzidos pelo mercado, em que os Estados Unidos exercem uma influência hegemônica sobre o resto do mundo, produziram uma corrida de todos os diferentes modos de regulação à flexibilidade. Isto subdivide-se em quatro aspectos distintos: i) inovação financeira e liberalização; ii) comércio internacional sem barreiras; iii) incerteza crescente nos mercados; e iv) submissão estatal aos mercados. Aglietta (1998), por sua vez, defende a existência de um novo regime de acumulação, “regime patrimonial”, em que desenvolve uma nova relação trabalho-salário com base num novo compromisso social. Os investidores financeiros institucionais gozariam de um novo papel na governação da empresa, mas este novo poder seria equilibrado pelo papel das famílias como novos detentores de ativos financeiros, concedendo assim a esta nova configuração a sua suposta legitimidade social.

A discussão da escola regulacionista francesa sobre o papel das finanças no capitalismo contemporâneo está claramente aberta. O foco em encontrar novos regimes de acumulação, as diferentes influências teóricas que tem da teoria da regulação (pós-keynesiana, institucionalista) e a atual crise global dificulta a posição homogênea dos regulacionistas no estudo das finanças. No entanto, sua ênfase em diferentes modos institucionais de regulação dá a esses economistas

---

<sup>7</sup> Há três diferentes fontes de desestabilização do regime fordista que são identificadas por Boyer (2000): i) desaceleração na produtividade; ii) inflação e pressões sobre a taxa de lucro; e iii) internacionalização da economia e instabilidade financeira. Acredita-se que esses fatores tenham produzido mais concorrência entre as empresas, desestabilizando o modo de competição oligopolista. Outrossim, o aumento da mobilidade de capital e as taxas de câmbio determinadas pelo mercado pressionaram por uma política monetária independente – centrada na luta contra a inflação – e em uma política fiscal rigorosa aliada a privatização de estatais.

uma vantagem em contextualizar o surgimento das finanças em um ambiente mais amplo de transformação capitalista. Não existe, portanto, uma divisão simplista entre os anos dourados da regulação keynesiana, da sintonia macroeconômica e da governação empresarial em um novo capitalismo liderado pelas finanças. Em vez disso, uma abordagem sistêmica é apresentada, analisando as deficiências do anterior regime de acumulação fordista e a dinâmica de diferentes instituições com a ascensão do neoliberalismo.

### 2.3 A ECONOMIA POLÍTICA MARXISTA

Na teoria política marxista há diferentes correntes dentro dos estudos sobre a financeirização, no que diz respeito ao direcionamento territorial, ao contexto e as causas subjacentes a este fenômeno. Assim como na teoria da regulação, a economia política marxista anglo-saxã tem dirigido seu esforço teórico para explicar a transição do pós-guerra para o neoliberalismo. Sweezy (1994) e Foster (2007) exerceram grande influência nos debates marxistas anglo-saxão a partir do grupo da revista *Monthly Review*. A origem teórica deste grupo se dá no livro “Capital Monopolista” de Sweezy e Baran (1966). O argumento teórico deste grupo passa pela estagnação como fase normal do estado na economia capitalista monopolista nascida no início do século XX, quando os problemas de absorção de excedentes começaram a surgir<sup>8</sup>. Por exemplo, à medida que as áreas rentáveis para o investimento tornam demasiado escassas para absorver o formidável excedente econômico adquirido, as economias poderiam entrar em estagnação.

Entretanto, este grupo não leva em consideração a expansão do setor financeiro e suas implicações, ou seja, como a estrutura do modelo de negócio está agora sujeita a alterações de acordo com os ditames dos mercados financeiros. Foster (2007) argumenta que se considerarmos a acumulação de capital não como mera existência de bens de capital, mas também para incluir ativos financeiros, teremos uma melhor compreensão do período atual usando as mesmas ferramentas analíticas de Sweezy. Para Foster (2007), o resultado natural destes problemas de absorção podem ser sumarizado em três tópicos: i) a estagnação da

---

<sup>8</sup> Esta tendência para a estagnação só foi travada pela prosperidade das décadas de 1950 e 1960, especificamente os seguintes fatores históricos: reconstrução das economias europeia e japonesa, grandes investimentos públicos em infraestruturas e a corrida armamentista proporcionada pela Guerra Fria com a crescente hegemonia global dos EUA. Esgotando tais fatores, o capitalismo atingiu seu caráter monopolista estagnado, em que um punhado de corporações gigantes controlavam a indústria e a concorrência através dos custos e das estratégias de marketing. Esta tendência indica um aumento do excedente para o grupo da *Monthly Review*. Ver mais em Sweezy e Baran (1966).

economia subjacente significava que os capitalistas estavam cada vez mais dependentes do crescimento das finanças para preservar e ampliar o seu capital monetário; ii) a superestrutura financeira da economia capitalista não poderia expandir-se inteiramente independentemente de sua base na economia produtiva subjacente, portanto, a explosão de bolhas especulativas foi um problema recorrente e crescente; e iii) a financeirização, por mais que se estendesse, jamais poderia superar a estagnação da produção. Entretanto, a financeirização, reforçada pela liberalização financeira do lado da oferta é vista como a solução sistemática para que o capital possa escapar aos seus problemas de acumulação. Ainda assim, essa configuração da economia não teria eliminado as tendências de estagnação das décadas de 1960 e 1970. A estagnação só seria contrabalanceada pelo novo e insustentável aumento da dívida das empresas e das famílias. Além disso, estas novas vias de acumulação só são possíveis graças a especulação financeira, alimentada por bolhas onde o capital encontra novas formas de expansão. O grupo da *Monthly Review* concorda, assim, que o crescimento dos mercados financeiros tem suas origens em problemas duradouros e não resolvidos de acumulação de capital ao longo da segunda metade do século XX.

Por outro lado, na chamada economia política marxista francesa, representada por Chesnais (1997), identificamos como um elo teórico entre a escola regulacionista francesa e a economia política marxista, pois além de enxergar um novo regime de acumulação financeira compartilha a emergência da centralização do capital financeiro como resultado de um contexto mais amplo de internacionalização do capital, em que o papel dos Estados desenvolvidos e as suas políticas de liberalização são decisivos. Chesnais, então, concentra sua pesquisa na dinâmica de acumulação e reprodução do capital, dando menos importância às instituições da teoria da regulação destinadas a compor um modo de regulação. A financeirização é entendida como um processo que garante a apropriação, nas condições mais regulares e seguras possíveis, de receitas financeiras (juros e dividendos) à escala mundial, favorecendo economias, como a dos Estados Unidos (CHESNAIS, 1997).

O capital financeiro cresce à custa da economia real através de ganhos de juros em empréstimos feitos à indústria e, de uma forma mais complexa, através da redistribuição do rendimento operado a nível estatal. A restauração do poder do capital financeiro produziu duas consequências importantes para a reprodução de capital a logo prazo: a formidável capacidade de centralização dos agentes financeiros e a submissão ao capital financeiro como fração dominante do capital, sendo o capital industrial condicionado pelas demandas das finanças,

seguindo seus ditames de acumulação (CHESNAIS, 1997). Então, há uma tentativa de conceituar um novo regime de acumulação mais frágil e volátil, dominado pelas finanças, construído sobre uma redistribuição de renda maciça que penaliza os trabalhadores e sobre o aumento das relações de poder imperialista entre os estados.

Os economistas políticos marxistas franceses<sup>9</sup> partilham a grande preocupação nos escritos financeiros de Marx, tomando uma perspectiva ampla sobre a economia mundial e oferecendo uma discussão cuidadosa de ferramentas abstratas e empíricas, e focando na dinâmica de classe por trás das últimas décadas de uma financeirização. No entanto, há pouca atenção em seus escritos para as contribuições pós-keynesianas para com os mercados financeiros funcionam, o que os leva a uma análise superficial da sucessão de bolhas financeiras dos últimos quarenta anos.

Outrossim, as atuais crises financeiras lançaram mais luz sobre as relações entre a esfera financeira e o resto da economia, estando o financiamento das famílias no centro da análise mais recente. Os trabalhadores, portanto, estão sujeitos a financeirização não só através das suas relações laborais, mas também como consumidores e financiadores do sistema financeiro. Qualquer análise abrangente do capitalismo contemporâneo deve integrar o papel do financiamento das famílias em sua análise. E este enfoque na financeirização da renda dos trabalhadores foi apresentado por autores marxistas como Lapavitsas (2009) e Santos (2009). O trabalho fragmentado sobre a financeirização dos indivíduos torna-se integrado através do estudo extensivo de assimetrias de classe e poder nas relações de crédito. Apresentado no contexto de décadas do neoliberalismo triunfante que desregularam os mercados financeiros e impuseram um recuo geral do estado social, esta abordagem reside, no entanto, em responder aos problemas apontados pela economia política marxista sobre a absorção e excedentes no capitalismo contemporâneo.

Lapavitsas (2011), com base na experiência das economias centrais, identifica várias tendências que moldam a financeirização do capitalismo: o aumento da banca de investimento e, mais importante, a nova centralidade do crédito bancário para as famílias. Em seguida, ele destaca a importância dessas tendências para compensar a queda dos empréstimos às empresas não

---

<sup>9</sup> Compartilhando o quadro teórico de Chesnais, Dumenil e Levy (2004) recusam qualquer influência regulatória em seu estudo. O foco de sua avaliação dos últimos 150 anos do capitalismo é ser quase exclusivamente fundamentado na luta de classes.

financeiras devido à crescente dependência dos mercados de capitais para investimento e financiamento de empresas não financeiras. Isso é considerado um sinal da natureza mutável do modelo de negócio bancário, uma vez que na raiz da financeirização estão o capital emprestável – ou seja, fundos acumulados e coletados tanto dos circuitos de produção e/ou renda pessoal – e não o capital fictício – ou seja, valor presente líquido de ativos securitizados – (LAPAVITSAS, 2013).

Para Lapavitsas, o conceito de capital emprestável não está circunscrito a uma classe capitalista “monetizada” que empresta capital que rende juros para capitalistas “funcionais” que o tomam emprestado e investem na esfera produtiva. Nem são os pagamentos de juros concebidos apenas como a base material de um grupo específico de capitalistas, como a classe rentista keynesiana que lucra com a mera acumulação de ativos financeiros. Lapavitsas propõe, em vez disso, uma noção de capital (centrado no crédito) que também mobiliza dinheiro ocioso de trabalhadores e outros grupos sociais e é usado para financiar às atividades não produtivas, como o consumo doméstico. Para Lapavitsas (2009), a noção de “expropriação financeira” é, então, avançada para explicar os aspectos exploratórios derivados de novas relações de poder emergentes entre capital e trabalho, onde os lucros são cada vez mais gerados a partir da renda salarial por meio de pagamentos de juros a instituições financeiras.

Esta abordagem é criticada, mais notavelmente por Fine (2010, 2013), que confina o uso do capital emprestador que rende juros ao domínio da produção e recusa o conceito de expropriação financeira. Na verdade, Fine define a financeirização como uma forma moderna peculiar de incorporar uma variedade de relações de crédito na órbita do capital fictício (FINE, 2013), sendo este último concebido como “a circulação independente do capital emprestador que rende juros em forma de papel” (*ibidem*, p.50, 2013). Nessa visão, então, o crédito fora do âmbito da produção também se torna uma forma de capital que rende juros quando essas relações de crédito são convertidas em ativos securitizados e vendidas. A implicação disso é que “aqueles que compram o capital fictício estão adiantando o capital monetário na expectativa de um excedente, embora as origens desse excedente não residam em tal troca” (*ibidem*, 2013, p. 55).

#### 2.4 SÍNTESE? FINANCEIRIZAÇÃO E SUA RELEVÂNCIA PARA O MERCADO CAMBIAL

Conforme aprofundado pelas escolas regulacionista e marxista francesa, o fim do Acordo de Bretton Woods, em meados da década de 1970, e a subsequente internacionalização do capital levaram ao aparecimento de uma nova configuração do mercado financeiro – e cambial – no mundo. A economia dos Estados Unidos funcionava como reguladora do sistema capitalista, ou seja, cumpriam o papel de fonte autônoma de demanda efetiva e emprestador de última instância com as instituições e condições criadas pelo Acordo de Bretton Woods. Entretanto, Japão e Alemanha reconstruíram sistemas industriais e empresariais mais novos e mais permeáveis a mudanças tecnológica e organizacional, já os novos industrializados da periferia do capitalismo ganharam mais espaço no volume crescente do comércio mundial. Assim, o saldo negativo da Balança de Pagamentos norte-americana mostrou, a partir dos anos 1970, uma participação cada vez mais importante do déficit comercial. As inevitáveis pressões, portanto, sobre o dólar se intensificaram e, em 1971, Richard Nixon, presidente dos Estados Unidos, suspendeu a conversibilidade do dólar a uma taxa fixa com o ouro. Essa medida foi crucial para que, em 1973, o sistema de paridades fixas acertadas em Bretton Woods fosse substituído por um sistema de flutuações (BOYER, 1990; BELLUZO, 1995; CHESNAIS, 1997; SKIDELSKI, 2018).

Os Estados Unidos não foram capazes de sustentar a posição do dólar como moeda padrão, na medida em que uma oferta excessiva de dólares brotava do desequilíbrio crescente da balança de pagamentos, agora sob a pressão de um déficit comercial (SKIDELSKI, 2018). As ameaças ao dólar foram, no entanto, contidas pelo gesto unilateral dos Estados Unidos no final da década de 1970: o *Federal Reserve* decidiu subir as taxas de juros com o propósito de preservar a função de reserva de sua moeda nacional. Não se trata apenas de constatar que o Estados Unidos deixou de ser capaz de amortecer tanto as tensões inflacionárias quanto as recessivas do sistema, funcionando de forma autônoma e geradora de demanda efetiva. Ao impor a regeneração do papel do dólar como reserva universal, através de uma elevação sem precedentes da taxa de juros, os Estados Unidos deram um derradeiro golpe no estado de convenções que sustentou a estabilidade relativa dos anos dourados. Portanto, estava posta a derrocada da arquitetura financeira/comercial de Bretton Woods.

Após os anos 1970, estavam pré-estabelecidas as bases do “regime do Dólar-*Wall Street*” (GOWAN, 2003). As sequências que levaram ao colapso do sistema monetário e financeiro de Bretton Woods, bem como o desarranjo do regime fordista de acumulação, foram fundamentais para moldar o capitalismo contemporâneo. Este novo regime que estava a surgir, tentou dar



conta de uma conexão específica que, durante os anos 1970 e 1980, se estabeleceu entre o dólar, os mercados financeiros – tendo *Wall Street* como farol – e o poder institucional norte-americano. Essa tripla conexão se consolidou e se tornou mais evidente nos anos da década de 1990, com a chegada da administração Clinton e a difusão do neoliberalismo para a periferia (*ibidem*, 2003).

A internacionalização das finanças, vide o conceito de mundialização do capital de Chesnais (1997), é um elemento institucional, que permite uma maior proximidade entre os agentes nos diversos mercados. Entretanto, a conceptualização da financeirização como resultante da interação entre diferentes setores da economia evita as armadilhas da investigação do passado. As abordagens levantadas pelo Lapavistas (2009; 2011; 2013) e Santos (2009), por mais que passíveis de críticas e sugestões, podem funcionar como um elo teórico robusto para uma investigação mais aprofundada entre as correntes do pensamento econômico que deram contributos valiosos sobre a lógica do setor financeiro (como foi o caso do pós-keynesianismo e dos marxistas franceses) e a centralidade de análise de classes (economia política marxista), para que, finalmente, tenha a capacidade de considerar a variação dentro de diferentes contextos institucionais (regulacionistas), como o mercado cambial.

O entendimento do processo de formação e determinação da taxa de câmbio que surge com a financeirização pode ser aprimorado focalizando as análises na estrutura formada por esse fenômeno, ao invés de estudar apenas padrões dos fluxos de capitais. A dinâmica existente entre o estoque de riqueza e a lógica de alocação de portfólio dos agentes atrelado ao desenvolvimento do mercado cambial, tornou-se fundamental para entender os ditames da taxa de câmbio. Quando subordinada à lógica da acumulação e valorização de ativos, a formação da taxa de câmbio fica à mercê das convenções de mercado, dos modelos de negócio das grandes instituições e aos ciclos de liquidez (ROSSI, 2016). Com ascensão dos investidores nos mercados de capitais e as possibilidades de investir nos mercados de diferentes países trazidos pela liberalização financeira, a economia internacional é caracterizada por uma importante rede conectada através dos balanços das grandes instituições financeira, que estão situadas em diferentes países e rotuladas em diferentes moedas, vinculando diferentes mercados dos países e taxas de câmbio (ROSSI, 2014).

### 3 FINANCEIRIZAÇÃO SUBORDINADA

Os estudos sobre a financeirização concentram-se inicialmente nos países capitalistas centrais/desenvolvidos, tomando os Estados Unidos e Reino Unido como arquétipos de economias e sociedades financeiras. Christophers (2015) critica o uso generalizado do termo e sua aplicabilidade em diferentes contextos e países, nomeadamente a “geografia anêmica” da financeirização centrada na realidade dos países desenvolvidos. As literaturas marxista e pós-keynesiana tentam resolver esta problemática ao avançar os estudos em novos territórios e caracterizam a financeirização como subordinada, periférica ou semi-periférica, em que consideram que o processo de financeirização não é único nem uniforme, tem diferentes características e configurações em diferentes momentos e lugares (BECKER *et al.*, 2010; LAPAVITSAS, 2013; BONIZZI, 2013, 2017; BORTZ; KALTENBRUNNER, 2018; KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018; BONIZZI *et al.*, 2020).

A literatura amadureceu desde então, expandindo o foco dos estudos da financeirização nas economias anglo-saxônicas para as economias periféricas. Em vez de uma ferramenta analítica a partir da qual os resultados podem ser prontamente lidos, a financeirização deve ser, em primeiro lugar, entendida como um processo que interage com outros, sublinhando a importância de ter as condições e contextos geográficos bem delimitados (FINE *et al.*, 2011). Convergingo com a preocupação de Fine, Lapavitsas (2013) afirma que o objetivo da análise teórica não pode ser reproduzir um modelo abstrato de financeirização geralmente válido, mas sim especificar suas tendências subjacentes e verificar a forma e o conteúdo particular que adquire em diferentes contextos. A partir disso, segue que a análise de um período específico deve ocupar um meio termo, partindo de preocupações teóricas e integrando sistematicamente fenômenos históricos de forma teoricamente informada (LAPAVITSAS, 2013). Para entender o porquê não se fixa nem o conteúdo nem a forma de financeirização entre os países, é necessário ampliar o escopo da análise para além dos países do centro da economia capitalista mundial (LAPAVITSAS; POWELL, 2013).

Lapavitsas (2013) propôs o conceito de financeirização subordinada, pois verifica-se uma subordinação das economias periféricas as decisões de política econômica dos países centrais, principalmente após a abertura e desregulamentação dos fluxos financeiros nestas economias. Os países periféricos são levados, coercitivamente, a aderir a uma economia mundial cada vez mais financeirizada e globalizada, através de pressões formais e informais vindas dos países

centrais e das suas instituições. Estas pressões são para as economias periféricas abrirem os seus mercados aos fluxos financeiros para acumular reserva do dinheiro *quasi*-mundial (o dólar), como uma necessidade que garante melhor integração no comércio internacional e robustez para atrair mais investimentos estrangeiros (LAPAVITSAS; POWELL, 2014; KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018).

Com estas preocupações em mente, Lapavitsas (2013) desenvolve um quadro teórico que incorpora a natureza histórica e institucional específica dos processos de financeirização e as interações espacialmente variadas entre finanças e o resto da economia. Nesta perspectiva, os Estados dotados de diferentes graus de poder e capacidade de intervenção são de fundamental importância na contabilização dos elementos políticos e institucionais deliberados que moldaram a ascensão das finanças numa economia mundial necessariamente hierárquica.

Bortz e Kaltenbrunner (2018) ao destacar que as economias periféricas possuem características estruturais comuns que fazem parte da sua condição de periferia, destacam que o aumento verificado dos fluxos de capital para esses países advindo do processo de globalização financeira, perpassa por: i) mudança na qualidade dos fluxos internacionais, que se tornam predominante de curto prazo, especulativo; ii) mudanças nas relações entre os agentes domésticos e o mercado financeiro internacional, entre elas a maior participação e inserção dos agentes no mercado; e iii) a posição e integração dessas economias no Sistema Monetário-Financeiro Internacional (SMFI) – que é um dos principais objetos de análise na literatura da financeirização subordinada.

O quadro teórico desenvolvido por Lapavitsas pode ser utilmente complementado por Becker *et al.* (2010), onde há uma adaptação da abordagem regulacionista para compreender a natureza heterogênea dos regimes de acumulação em todas as periferias e semi-periferias da economia mundial. Através de uma tipologia tripartida de regimes de acumulação: produtivas *vs.* financeirizada, intensiva *vs.* extensiva e introvertida *vs.* extravertida, eles analisam as semelhanças e especificidades das trajetórias de quatro países diferentes: Brasil, Chile, Sérvia e Eslováquia. Resultante de imposições externas, embora necessariamente ligadas aos objetivos e interesses das frações de capital nacional, a financeirização fora do centro tende a exigir taxas de juros elevadas para atrair fluxos de capital internacional, produzindo crises de especulação, conduzindo a sobrevalorização das taxas de câmbio e à erosão das capacidades produtivas. Isto significa que as taxas de juro baixas e as entradas de capital mais substanciais só podem ser

alcançadas, temporariamente, através de modelos “semidolarizados ou “euroizados” sob regimes de taxas de câmbio fixas, com os nacionais tendo incentivos para se tornarem altamente endividados em moeda estrangeira (BECKER *et al.*, 2010, p. 230).

Essa submissão é determinante à inserção dos países periféricos no mercado financeiro e à consequente guinada de seus respectivos Estados para o desenvolvimento das instituições necessárias para a acumulação rentista-patrimonial. Como efeito colateral, temos a criação de obstáculos estruturais para o investimento produtivo e a possível perpetuação desses países como periferia (ARAÚJO *et al.*, 2012). Assim, a financeirização subordinada resulta da combinação de setores mais sofisticados e internacionalizados com a desigualdade dos custos específicos que ela implica, sob forma de altas taxas de juros, volatilidade cambial e, portanto, perda parcial de autonomia nas políticas macroeconômicas domésticas.

### 3.1 HIERARQUIA MONETÁRIA

De especial interesse para este trabalho, esta subseção analisa as especificidades das moedas emergentes, objeto de estudo da financeirização subordinada. Este viés de investigação é de cunho heterodoxo, e como apresentado anteriormente, discordando da visão onde as taxas de câmbio seguem os modelos de equilíbrio geral (*Market-Clearing*). Por sua vez, concorda sobre o papel das expectativas na condução das taxas de câmbio, sendo que as expectativas estão ancoradas em convenções sociais, dado o peso da incerteza no ambiente econômico (PRATES, 2005). As expectativas afetam as taxas de câmbios através de decisões dos investidores sobre investimentos financeiros, mas estas decisões estão agora condicionadas pela liquidez de uma moeda associada ao lugar que ocupa no SMFI (DE CONTI, 2011).

Conforme apontam Conti (2011) e Prates (2005) há uma hierarquização monetária internacional resultante da desigualdade do uso das moedas que causa desequilíbrios macroeconômicos em diversos países periféricos. A hierarquia de moedas é uma referência para análise da financeirização internacional (BORTZ; KALTENBRUNNER, 2018; KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018). Atualmente, o SMFI tem o dólar estadunidense como moeda-chave e, portanto, possui total conversibilidade e liquida praticamente todos os contratos internacionais.

O SMFI passou mudanças significativas no século XX. Houve períodos de taxas de câmbio fixas e flutuantes, de controle de capital e livre mobilidade e de alternância de hierarquia da

moeda central (embora o padrão-ouro tivesse a libra esterlina como moeda-chave, perdeu espaço para o dólar americano a partir do Acordo de Bretton Woods). É a partir da análise histórica de seu desenvolvimento que os autores argumentam que o SMFI é assimétrico, que a posição de uma moeda determina a autonomia política de seu país, a dinâmica dos fluxos de capital e, portanto, as principais configurações da sua taxa de câmbio (CARNEIRO, 1999; PRATES, 2005a). É consenso que a moeda central do SMFI é o dólar americano atualmente, seguido por moedas de outras economias centrais, como o euro e libra-esterlina. Mas as explicações exatas destas camadas hierárquicas podem divergir.

As razões que estão por de trás dessas camadas que diferenciam as moedas são investigadas por Prates (2005a). Ela aponta que o conceito de convertibilidade se baseia na aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor no SMFI. Ou seja, uma moeda nacional é totalmente conversível se for capaz de desempenhar, no contexto internacional, as três funções básicas da moeda. O dólar americano é a única moeda a cumprir plenamente estas três funções, pois é a mais utilizada nas transações financeiras, bem como o ativo mais líquido e seguro do mercado e, portanto, o mais desejado pelos agentes como receptáculo da incerteza. Já as moedas dos países periféricos ocupam a última camada do SMFI, pois não exercem nenhuma das três funções da moeda a nível internacional (PRATES, 2005a, 2005b; CARNEIRO, 1999, 2008). Então, a dimensão do poder subordinado internacional é sublinhada através do papel que a elevada liquidez e o estatuto de porto seguro das moedas dos principais países desempenham nos mercados financeiros (PALLUDETTO; ABOUCHEDID, 2016).

Enquanto alguns pesquisadores seguem o mesmo caminho de Prates (2005a), da capacidade de uma moeda de exercer as três funções do dinheiro no contexto internacional, outros parecem se concentrar exclusivamente na função de reserva de valor. Kaltenbrunner (2015b) cita a escola keynesiana monetária alemã<sup>10</sup>, como exemplo. Esta escola sugere que a posição de uma moeda e, portanto, seu prêmio de liquidez, resulta, exclusivamente, de sua capacidade de armazenar riqueza. A moeda principal seria aquela em posição mais alta na hierarquia, com maior capacidade armazenar valor, seguida por moedas intermediárias (de outros países desenvolvidos) e, finalmente, por países em desenvolvimento e emergentes que têm moedas instáveis com uma má reputação quanto a sua capacidade de atuar como uma reserva estável

---

<sup>10</sup> Conferir Kaltenbrunner (2015) para ver as referências da escola keynesiana monetária alemã.

de valor.

Na dinâmica descrita por Andrade e Prates (2013), a função de reserva de valor também parece importante, pois os autores referem-se à incapacidade das moedas periféricas de serem atrativas num cenário de incerteza em escala global. As análises de Andrade e Prates (2013) e Kaltenbrunner (2015b) ressaltam que as moedas dos países emergentes são vulneráveis a momentos de crise internacional, seja por não serem capazes de armazenar valor, ou por não serem usadas em obrigações contratuais. As consequentes grandes depreciações ocorreriam em momentos específicos de turbulência internacional, como em momentos de reversão do ciclo de liquidez, através das mudanças de política monetária/fiscal nos países centrais. Estas análises, entretanto, não se referem à maior volatilidade das moedas emergentes em geral, mas às depreciações importantes em momentos econômicos específicos.

Dessa forma, os países centrais conseguem obter maior autonomia em suas políticas e podem se beneficiar do financiamento em suas próprias moedas. Já os países periféricos teriam uma “liquidez condicional” ou cíclica no mercado internacional (CONTI; PRATES, 2014), sofrendo com maiores restrições externas, pois suas moedas não conseguem liquidar contratos internacionais, por consequência têm menor liquidez, tendendo a serem mais voláteis e dependentes das decisões de política monetária dos países centrais. Do ponto de vista microeconômico, é possível perceber a hierarquia das moedas na escolha diferenciada de ativos por parte dos agentes do mercado financeiro onde ponderam seus investimentos de acordo com o binômio risco/rentabilidade; os ativos denominados em moedas dos países centrais geralmente apresentam risco/rentabilidade menores comparados com os ativos denominados em moedas periféricas (ROSSI, 2016).

#### 4 O MERCADO DE CÂMBIO INTERNACIONAL (*FOREX*)

Desde a década de 1980, a internacionalização e a digitalização transformaram fundamentalmente a troca – o intercâmbio de mercadorias – e seu papel nos mercados de capitais. De meros intercâmbios comerciais – organizações nacionais, controlados por membros, sem fins lucrativos e locais de negociação física com pouca agência –, as bolsas de valores se transformaram em atores de mercado: autônomos, com fins lucrativos<sup>11</sup>, que vendem seus mercados, tecnologias, produtos e serviços aos investidores e que ativamente criam, regulam e moldam mercados em todo o mundo e em todas as classes de ativos. Os mercados de capitais estão no centro e são uma condição prévia para a maior parte dos fenômenos da financeirização.

Aglietta (1999) ao observar o papel crescente dos mercados, argumenta que o sistema financeiro teria mudado de ser baseado nos bancos para baseado no mercado. Apesar do papel alargado dos mercados, o sistema bancário contemporâneo tem sua devida importância. Na verdade, a evolução dos bancos resultou em uma fronteira confusa entre o financiamento bancário e o de mercado. Por exemplo, os bancos adquirem e emitem ações nos mercados nas moedas domésticas, criando uma “intermediação de mercado” (PLIHON, 1996). É enfatizado, portanto, a mudança da importância do crédito bancário para o crédito na forma de títulos e para a indefinição da fronteira entre os bancos e os mercados diretos, destacando o papel dos bancos como gestores de fundos. A gestão dos fundos é uma das funções atuais dos bancos, juntamente com a banca comercial, a banca de investimento, a gestão patrimonial dos seguros, etc. Nessa nova estrutura, os mercados de capitais são utilizados como fonte de receita juntamente com as funções tradicionais dos bancos comerciais (PRATES; FARHI, 2015).

A tendência para as finanças baseadas no mercado foi reforçada pelas inovações financeiras, como a proliferação de derivativos, que aumentaram as atividades especulativas ao permitir os investidores decidirem quais tipos de risco desejam assumir e em que grau (GUTTMANN, 2008; AGLIETTA; BRETTON, 2001). As técnicas de gestão de risco, por sua vez, passaram por mudanças relevantes: enquanto as instituições bancárias costumam fazer avaliações

---

<sup>11</sup> Sobre as possibilidades de lucro que oferecem, destaca-se os diferentes graus de produtividade oferecidos por essas mudanças, no sentido de que as finanças podem não ter se tornado nem mais eficientes nem mais produtivas em termos de intermediação por trabalhador, mas tornaram-se capazes de operações que antes eram completamente impossíveis, as finanças tornaram-se tecnicamente capazes de lidar com um grande número de tomadores individuais (LAPAVITSAS, 2009).

privadas com base no conhecimento específico de cada cliente, os mercados financeiros usam dados estatísticos para inferir distribuições de probabilidade das características de risco, uma espécie de avaliação de risco que foi incluída nas técnicas do banco. Os bancos tornaram-se menos cautelosos com suas práticas de crédito, pois o risco é repassado para outros agentes e eles não ganham com o retorno da realização da operação, mas com as taxas (KREGEL, 2008). Outrossim, Lapavitsas (2009) destaca que outras mudanças dentro das finanças são importantes neste aspecto, como a diferente organização interna das instituições financeiras atreladas a maior velocidade das transações, as técnicas de precificação e as ligações interbancárias de controle de liquidez.

No *Forex*, parte integrante desta nova configuração do sistema financeiro, incluem-se todos os contratos e ferramentas financeiras inovadoras que tem como objeto de negociação uma taxa de câmbio, fundamentalmente contratos à vista e de derivativos realizados em mercados de balcão e de bolsa<sup>12</sup>. Por definição, as transações nesse mercado estabelecem as taxas de câmbio à vista (spot) e futura entre as diversas moedas do sistema internacional (BIS, 2019). O *Forex* é um dos mercados mais importante do mundo considerando como critério o volume de negociações e de operações. Em 2019, o mercado internacional de câmbio negociou, em média, US\$ 6,5 trilhões por dia, totalizando US\$ 2.407 trilhões no ano (gráfico 4.1). Este mercado tem características importantes, como a predominância do mercado de balcão, um alto grau de liquidez, um baixo grau de regulação e uma alta alavancagem (ROSSI, 2018). Esse montante negociado excede, com folga, as necessidades reais da economia: em cerca de 13 dias de negócio, o mercado de moedas transaciona o equivalente ao PIB mundial no ano todo<sup>13</sup>. Trata-se de um mercado que negocia, além dos fluxos de comércio e serviços, o estoque de riqueza global, mudando constantemente a forma de sua denominação monetária.

Analisando as transações cambiais no *Forex*, Chesnais (1997) e Epstein (2005) demonstram o rápido crescimento destas operações – nos Estados Unidos, no Reino Unido e no Japão cresceram quatro vezes mais entre 1986 e a 1992 e, no total, quase oito vezes mais de 1989 a 2004. O rápido aumento das transações cambiais continuou na década de 2000 em ritmo ainda mais acelerado. As transações cambiais com moedas de países avançados cresceram duas vezes

---

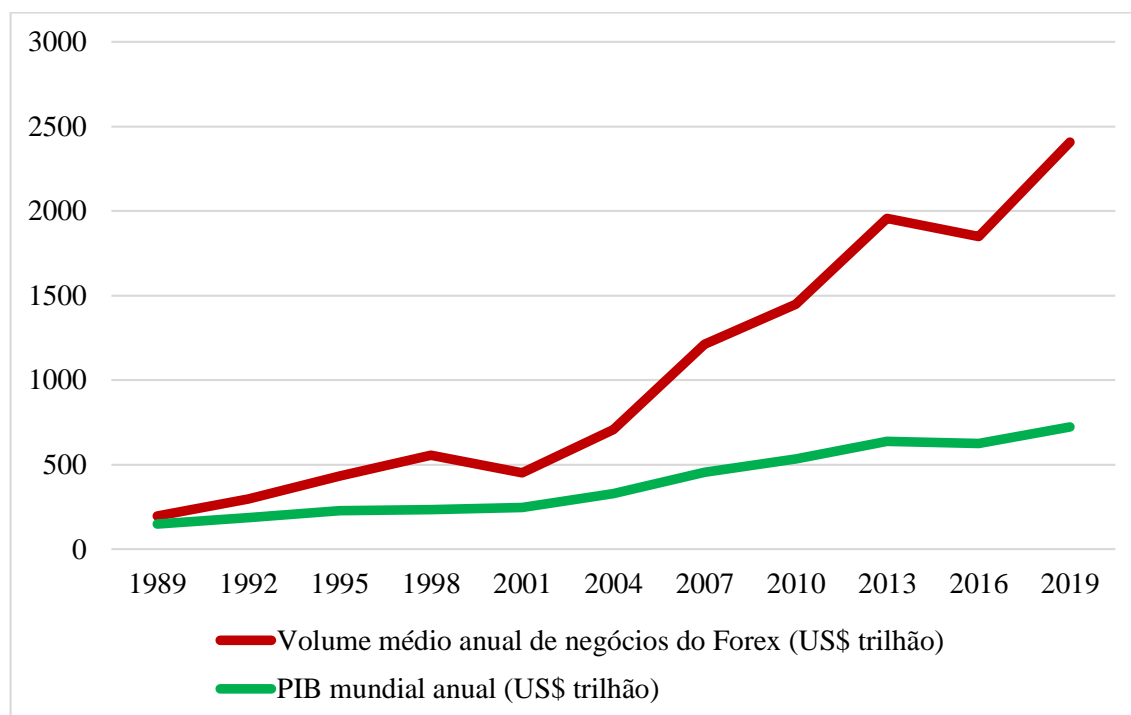
<sup>12</sup> O mercado de balcão é o espaço que acontece as operações que não estão registradas na bolsa de valores, também conhecido como *Over The Counter* (OTC).

<sup>13</sup> De acordo com a base de dados do Banco Mundial, o PIB mundial de 2019 foi cerca de US\$ 87,437 trilhões de dólares.



mais rápido do que o PIB mundial e o comércio internacional de 2001 a 2013. Entre as moedas emergentes, a dissociação das transações cambiais do PIB e do comércio foi ainda maior neste período: cresceu 158% mais do que o PIB e 136% mais do que o comércio (ROSSI, 2016).

**Gráfico 4.1** – Volume anual de negócios do *Forex* (US\$ trilhão) x PIB mundial anual (US\$ trilhão): 1989 a 2019.



Fonte: BIS Triennial Central Bank Survey, 2019 e World Bank national accounts data. Elaboração Própria.

No gráfico 4.1 é possível perceber que a crise financeira internacional de 2007-2008 não afetou o volume de operações realizadas no mercado cambial. Entre 2001 e 2013, o volume médio dos negócios diários passou de US\$ 1,5 trilhão para US\$ 5,4 trilhões. Dessa forma, é possível considerar que as operações neste mercado estão descoladas do setor real da economia e atreladas às atividades especulativas. As operações neste mercado, como não há um local determinado e centralizado que estas operações ocorrem, acontecem num mercado pulverizado e com grau de regulação menor (ROSSI, 2016).

As operações no *Forex* ocorrem, sobretudo, entre as instituições financeiras com o propósito de equilibrar seus balanços (LYON, 1997). Um banco, por exemplo, para atender a demanda do seu cliente, vende dólar e compra real. Como não deseja ficar exposto a volatilidade do real,

esse banco procura outra instituição para se desfazer de parte do real. Essa segunda instituição, por sua vez, também não pretende se expor em real no montante negociado, então vai ao mercado futuro vender o real para outra parte. Dessa forma, este movimento prossegue até alguém desejar arriscar a exposição em real. Este movimento entre as instituições financeiras é conhecido como “batata quente” (*ibidem*, 1997).

De acordo com Rossi (2016), de forma estilizada, podemos dividir em quatro níveis de participantes do *Forex*: i) os grandes bancos internacionais; ii) *hedge funds* e grandes *brokers*; iii) empresas que atuam no comércio exterior; iv) indivíduos. Os maiores bancos comerciais e de investimento têm acessos facilitados ao mercado interbancário internacional e participam, ativamente, no *Forex*. A pesquisa anual *Euromoney FX Survey* de 2020 aponta que mais de 74% do volume de transações estavam concentradas nas dez maiores instituições financeiras. Esses bancos, juntos, conseguem controlar a liquidez internacional, administrar os preços de diferentes mercados e, assim, influenciar na taxa de câmbio. O alto grau de concentração das operações do mercado cambial, caracterizado no gráfico 4.2, facilita episódios de manipulação de taxas e *spreads*<sup>14</sup> advindo da constituição do oligopólio. O segundo nível é composto por fundos de *hedge*, seguradoras, fundos de pensão, *brokers* e outros bancos. Os fundos de *hedge* movem-se através de estratégias direcionadas a apostas em determinada moeda, em grande volume, com o objetivo de influenciar o mercado, configurando-se como “apostadores de tendência” de longo prazo (ROSSI, p. 61, 2016). Já os grandes *brokers*, principalmente as *Commodity Trading Advisors* (CTAs), atuam no curto prazo, administrando fundos com posições importantes no *Forex*. A principal diferença para o primeiro nível consiste no acesso mais restrito à liquidez disponível e no maior custo de transação (*ibidem*, 2016).

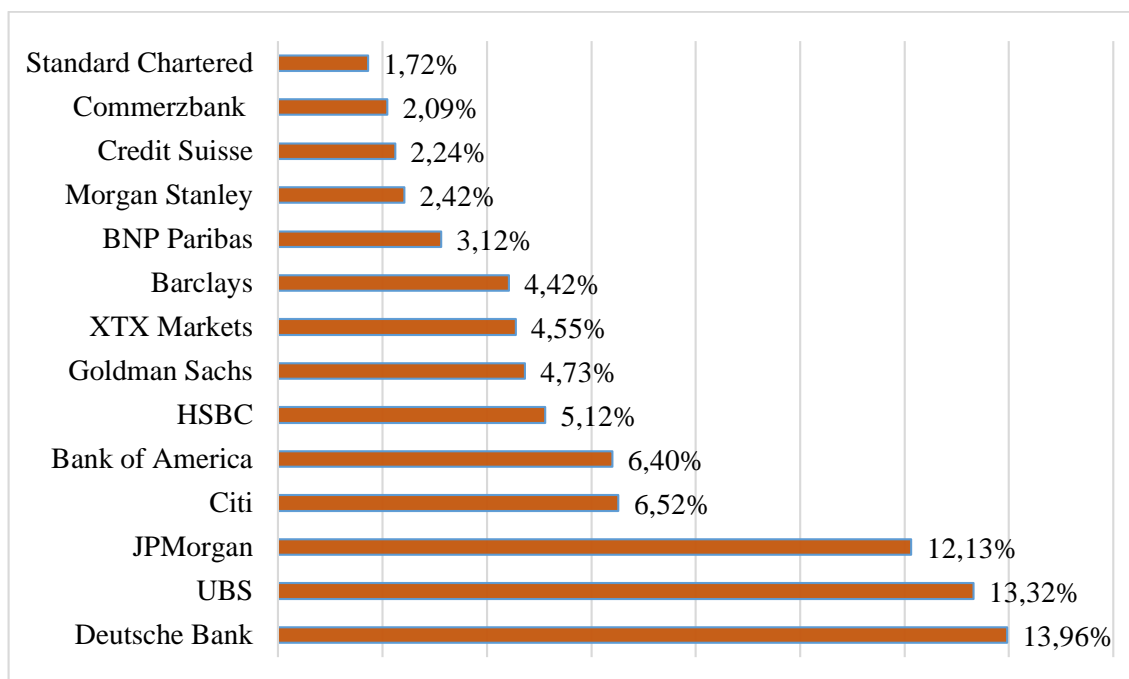
O terceiro nível consiste na atuação das empresas que atuam no comércio internacional, de bens e serviços, além de remessas de lucro, fusões e aquisições, investimentos produtivos. No mundo pré-Acordo de Bretton Woods, este nível concentrava a maior parte das operações cambiais a nível internacional, prestando maiores serviços financeiros às empresas que atuam no lado real da economia. Por último, os indivíduos compõem o quarto nível. Com o desenvolvimento das plataformas online, os indivíduos passaram a se inserir no *Forex* através de plataformas digitais

---

<sup>14</sup> Em meados de 2015, a justiça norte-americana desvendou um esquema de manipulação de taxa de câmbio que envolvia quatro grandes bancos – Citigroup, JPMorgan, Barclays e Royal Bank of Scotland. Todos os bancos se declararam culpados por manipular a taxa de câmbio dólar/euro no mercado à vista por cinco anos. Durante a investigação, houve menções a manipulação da taxa de câmbio real/dólar com referências de possíveis ataques especulativos as instituições brasileiras.

que permitem negociações, apostas, livremente no mercado de câmbio.

**Gráfico 4.2** – Market share do *Forex* em 2020 (% sob o volume total das transações)



Fonte: EuroMoney FX Survey, 2020. Elaboração Própria.

Segundo a pesquisa trienal do Banco de Compensações Internacionais (BIS) (BIS, 2019) que investiga o mercado cambial internacional<sup>15</sup>, dos principais instrumentos utilizados no *Forex* (tabela 4.1) destacam-se os derivativos no total das transações (68,23%) em relação as transações à vista (31,77%). Os derivativos são compostos pelos instrumentos *Foreign Exchange Swaps* (48,56%), *Outright Forwards* (15,15%) e *FX Options* (4,51%). O *FX Swap* é o derivativo mais utilizado no mercado cambial internacional, sendo caracterizado como um instrumento clássico de *hedge* cambial que pode neutralizar as exposições de empresas produtivas em moedas estrangeiras. Por exemplo, este instrumento é utilizado em contrato que, de forma simultânea, combina uma venda (compra) de moeda no presente e uma compra (venda) no futuro. As taxas – à vista e futura – são firmadas no momento da assinatura do contrato. Já o segundo instrumento derivativo mais utilizado no mercado cambial, em 2019, foi o *Outright Forward*, que funciona para garantir a transação entre duas moedas com taxa de câmbio acordada na data do contrato para entrega em mais de dois dias. Além de uma realizar duas transações na assinatura do contrato (*FX Swap*) e a outra registrar apenas uma (*Outright*

<sup>15</sup> A *Triennial Central Bank survey of foreign exchange and derivatives market activity* é uma pesquisa coordenada pelo BIS conduzida a cada três anos desde 1989. Em 2019, mais de 50 bancos centrais coletaram dados com cerca de 1400 bancos e outras instituições financeiras.

*Forward*), no limite, definido, a principal diferença entre estes instrumentos é que no *Outright Forward* o *hedge* tenta controlar uma variável importante da moeda menos conversível no SMFI: a taxa de juros básica do país. Dentro desta categoria está, segundo BIS (2019), os *Non-Deriverable Forwards* (NDFs)<sup>16</sup>. A diferença primordial entre um NDF e um contrato *forward* tradicional é que enquanto no contrato *forward* há a possibilidade de entrega física das moedas envolvidas, o contrato de NDF não permite que isso ocorra, pois é a margem líquida entre as moedas que baliza este instrumento. O terceiro e último instrumento derivativo mais utilizado foram as *FX options*, que quando utilizado, permite uma venda ou compra de uma moeda com outra durante o tempo estabelecido no contrato.

**Tabela 4.1** – Principais instrumentos do Mercado de Câmbio Internacional (*Forex*) em 2019

Instrumento	Volume médio diário em 2019 (US\$ bilhão)	Participação (%)
<i>Foreign Exchange Swaps</i>	3.203	48,56
Transações à vista	1.987	30,13
<i>Outright Forwards</i>	999	15,15
<i>FX Options</i>	298	4,51
<i>Currency Swaps</i>	108	1,64
Total	6595	100

Fonte: BIS Triennial Central Bank Survey, 2019. Elaboração Própria.

As transações à vista respondem por cerca de 32% das operações do mercado, pois o BIS inclui, nesta categoria, as *Currency Swaps*. Este instrumento é conhecido por um contrato que as partes trocam juros e principal em diferentes moedas por um período acertado e taxas pré-definidas. Os derivativos de câmbio têm sua relevância para o mercado cambial do Brasil (ROSSI, 2016) e configuram-se como contratos padronizados que são negociados em bolsa de valores e tem diversas categorias, as principais são os contratos futuros, e envolvem estes instrumentos do mercado cambial.

#### 4.1 ESPECIFICIDADES DO REAL NO MERCADO CAMBIAL

A formação da taxa de câmbio provém da interação entre os agentes num contexto dado da

<sup>16</sup> O NDF será discutido e aprofundado na próxima subseção, 4.1.

institucionalidade que baliza o mercado de câmbio de cada país (ROSSI, 2016). Dessa forma, para a melhor compreensão da formação da taxa de câmbio do real e de suas especificidades no mercado cambial internacional se faz necessário investigar, primeiramente, o ambiente regulatório que há do *Forex* no Brasil. Para isso, parte-se de uma análise das especificidades do mercado primário e, posteriormente, integram os instrumentos que compõe a totalidade do mercado cambial da moeda brasileira: os mercados *onshore* e *offshore*<sup>17</sup>, o mercado interbancário doméstico e os derivativos cambiais.

O mercado de câmbio do real é marcado pela insignificância das contas no sistema financeiro nominadas em moeda estrangeira<sup>18</sup>. Assim, a moeda estrangeira fica na ponta das liquidações das operações de câmbio do real, via transferência entre as contas no exterior<sup>19</sup>. Com isso, as negociações de venda e compra de dólares no mercado *offshore* são, majoritariamente, por movimentações em contas no exterior. É importante, todavia, destacar que “a rigor, não há entradas e saídas significativas de divisas do país (Brasil), mas uma variação dos ativos e passivos em moedas estrangeiras dos residentes que participam do mercado” (ROSSI, p. 83, 2016).

Uma característica do mercado cambial brasileiro é que as operações com divisas estrangeiras obrigatoriamente passam por um contrato de câmbio e quem intermedeia isso são as instituições regularizadas no Banco Central<sup>20</sup>. O conjunto de contratos de câmbio firmados entre os residentes e não residentes formam o mercado primário de câmbio, com entrega escritural ou física da moeda estrangeira no país (BCB, 2019). No Brasil, o segmento primário de câmbio é formado pelas entradas e saídas financeiras, pelas operações de exportações e importações de bens e serviços e pelo mercado interbancário doméstico.

---

<sup>17</sup> O mercado *onshore* é, assim, caracterizado pelas interações entre investidores e suas negociações sob a jurisdição de um determinado país. O mercado *offshore*, por sua vez, é quando os investidores recorrem ao mercado de fora para negociar ativos denominados em moedas do país em questão, livrando-se, portanto, do controle legislativo doméstico.

<sup>18</sup> As permissões para ter uma conta em moeda estrangeira no Brasil são exclusivas as embaixadas, organismos internacionais e as empresas seguradoras que atuam no âmbito do comércio exterior. Em termos de volume de negociado, o uso dessas contas é pouco significativo (ROSSI, 2010).

<sup>19</sup> Há uma exceção: o chamado câmbio manual que tem sua relevância para a conta de turismo internacional, implicando a circulação física das divisas (BCB, 2019).

<sup>20</sup> Essas operações devem ser formalizadas em contratos de câmbio e anexadas no Sistema do Banco Central do Brasil com a identificação completa da operação, o que inclui a identificação dos agentes, a natureza do negócio e a taxa de câmbio (ROSSI, 2016). Em abril de 2019, havia mais de 180 instituições autorizadas a operar em câmbio no Brasil e, dentre elas, todos os bancos com carteira de câmbio (BCB, 2019).

Os residentes do Brasil e não residentes que atuam no mercado brasileiro podem enviar recursos para o exterior e, assim, formar ativos e também podem captar recursos no exterior, formando passivos; sem restrição a movimentação de divisas entre estes dois agentes (BCB, 2019). Todavia, o não residente é obrigado a abrir uma conta especial – conta 2689<sup>21</sup>. Os recursos desta conta podem ser transacionados entre modalidades distintas de aplicações (de investimento em carteira para investimento direto (e vice-versa), ou de financiamentos em investimentos, etc.) sem precisar firmar um novo contrato de câmbio. Dessa forma, dificulta o controle de informações sobre a localização dos investimentos estrangeiros que já estão no Brasil.

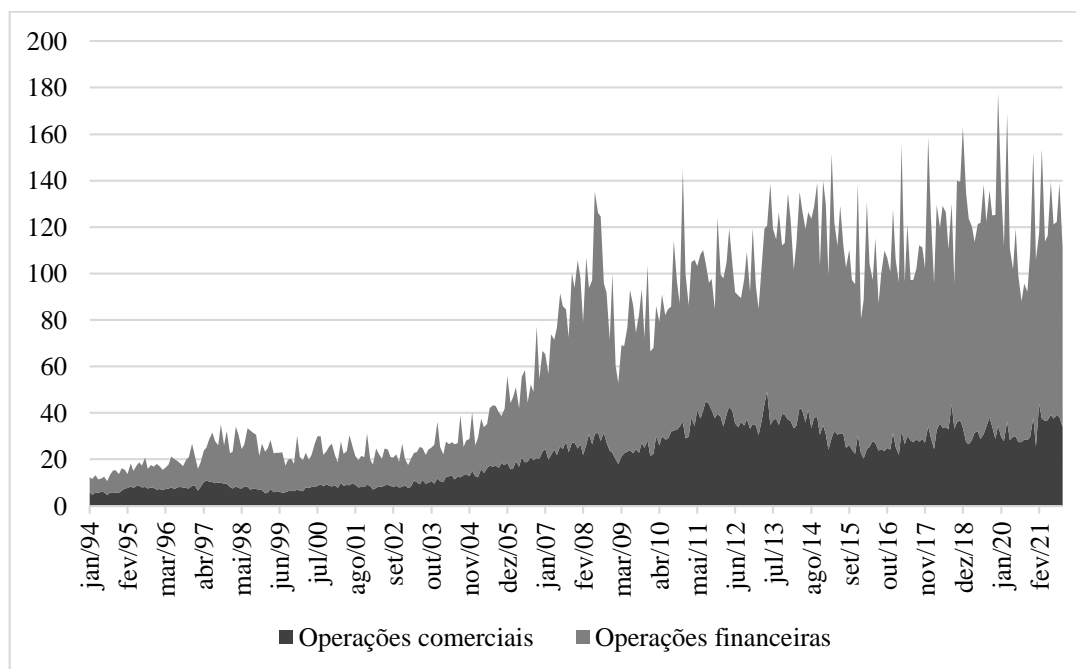
As operações do segmento primário passam pela intermediação do sistema bancário brasileiro, uma vez que os investidores primários não podem negociar as divisas diretamente entre si. Essa obrigatoriedade posta pelo Bacen, permite que as operações no mercado interbancário levem as instituições a possuírem posições de câmbio, pois ao atender a demanda dos seus clientes, os bancos acumulam posições em divisas estrangeiras. A posição pode ser comprada, quando as compras acumuladas em moeda estrangeiras se sobressaem às vendas, pode ser vendida, quando a totalidade das vendas é maior que as compras e pode ser nivelada, quando há o equilíbrio entre a compra e venda de divisas. Apesar de não ser divulgado oficialmente, estima-se que, no Brasil, a maior parte das operações cambiais interbancárias ocorre na Bolsa de Valores brasileira (B3) (KALTENBRUNNER, 2015a). Não há limites institucionais atualmente para a posição comprada ou vendida dos bancos, favorecendo este lócus que negocia o estoque de divisa entre as instituições domésticas.

No mercado primário, há predomínio das operações financeiras de câmbio quando se analisa o volume mensal bruto de operações (gráfico 4.3). Essas operações impõem um padrão de volatilidade desse mercado. Uma análise mais aprofundada do mercado primário esbarra na limitação dos dados disponíveis. Os dados do Banco Central não disponibilizam uma separação por tipo de instrumento disposto no contrato de câmbio, ou seja, existem apenas dados de vendas e compras de câmbio financeiro.

**Gráfico 4.3** – Movimento bruto de câmbio mensal no mercado primário (US\$ bilhão)

---

<sup>21</sup> É assim chamada em alusão à resolução nº 2689, no início de 2000, do Bacen. A resolução permite entradas de investimentos estrangeiros nos mercados de derivativos, ações e renda fixa sem restrições quanto ao tipo de operação e sem limite de posição (PRATES, 2015).



Fonte: Banco Central. Séries Temporais: Sisbacen PTAX800. Elaboração Própria.

Para o estudo do mercado de câmbio do real precisa-se ter em conta as diferenças metodológicas entre a contabilidade do fluxo cambial e da balança de pagamentos. O fluxo cambial é a contratação do câmbio que pode não combinar temporalmente com a liquidação de câmbio (BCB, 2019). A contratação também não implica, obrigatoriamente, a liquidação, uma vez que pode-se ter operações de câmbio desfeitas, ou seja, contratadas, mas não consumadas/liquidadas. A compra de dólares pelos bancos junto aos agentes primários que resulta no acúmulo de posições compradas tem como impacto contábil no balanço de pagamentos uma saída de capitais pela conta financeira.

O fluxo cambial é uma especificidade brasileira uma vez que, na maior parte dos países centrais, a contabilidade é feita apenas na liquidação (ROSSI, 2016). Ou seja, no Brasil a informação contábil não é limitada ao momento de entrega de moeda, mas as instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio informam todos os valores contratadas ao Banco Central. Logo, enquanto o fluxo cambial contabiliza as operações contratadas, o balanço de pagamentos se refere às operações liquidadas entre os residentes e não residentes. Esse sistema é intuitivo na medida em que os créditos (débitos) na balança de transações correntes, por exemplo, representam um aumento (redução) dos ativos de residentes no exterior que são registrados na conta financeira.

O papel do banco doméstico em uma operação de contratação de câmbio de exportação com pagamento à vista, realizado na data do embarque da mercadoria, é de intermediar esta contratação de câmbio entre residente e não residente. No momento da liquidação, o banco atua em duas pontas: a primeira é liquidada em reais junto ao residente, e a segunda ponta é liquidada em dólar por um pagamento do agente não residente na conta offshore do banco residente. Na contabilidade brasileira, essa operação de câmbio tem efeito no momento da contratação (de aumento do fluxo de câmbio e do aumento da posição comprada dos bancos) e na liquidação (há um fluxo de entrada no balanço de pagamentos em “exportação” e de saída na conta financeira correspondente ao aumento dos haveres do banco intermediário no exterior). Caso essa operação de exportação seja liquidada a termo, o embarque da mercadoria é creditado na conta de exportação da balança comercial enquanto um valor equivalente é debitado na conta financeira, como uma operação de crédito comercial (ROSSI; PRATES, 2013).

Rossi (2016) destaca que as posições de câmbio no Brasil são possíveis graças a um recurso institucional, conhecido como operações de linha, que permite uma linha de negociações de divisas no mercado interbancário internacional que necessita da contratação de câmbio. As operações de linha são canais de financiamento direto em dólar dos bancos brasileiros com os bancos no exterior (normalmente sucursais) e não aparecem no fluxo cambial das instituições, pois o saque e o pagamento não envolvem, necessariamente, a conversão de recursos entre reais e dólares, dessa forma, é a única operação de câmbio que não exige contrato de câmbio por parte dos bancos (ROSSI, 2010). A quantia captada por essa operação só modifica a posição de câmbio dos bancos quando são convertidos em reais, ou seja, quando os bancos decidem vender parte da moeda no mercado primário.

As operações de linha também são utilizadas pelos bancos para enviar recursos ao exterior. Isso permite que estas instituições, após comprar divisas no mercado primário (o que impacta negativamente o fluxo cambial e positivamente a posição de câmbio dos bancos), envie os recursos para o exterior sem precisar passar pelo fluxo cambial e, portanto, sem a necessidade de firmar outro contrato cambial. Sobre este câmbio contratado, os bancos podem comprar (vender) divisas cambiais mesmo que não tenha ocorrido, previamente, a venda (compra) destas, e assim acumular, como preferirem, posições compradas ou vendidas. Isto só é possível graças as operações de linha, ferramenta institucional que, de forma contábil, distingue o fluxo cambial destas operações que levam os bancos a decidirem suas posições cambiais livremente. Configura-se, também, um impeditivo para a efetuação de políticas públicas que visem



controlar estes fluxos, como é o caso do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), pois o fator gerador de IOF é o contrato de câmbio (ROSSI, 2016).

O mercado de derivativos cambiais, além de propiciar *hedge* para os investidores do sistema, é extremamente relevante nesta discussão das especificidades do real no mercado de divisas (KALTENBRUNNER, 2015a; ROSSI, 2016; FARHI, 2015). Do ponto de vista das instituições bancárias, este instrumento concede a possibilidade de acumular posições à vista sem se exporem à variação cambial. Os bancos com posição comprada (vendida) em dólar no segmento à vista exercem vendas (compras) no segmento cambial futuro em quantia proporcional e, por isso, atenuam o risco de mudança de preço da taxa de câmbio em questão. O “dólar casado” é uma conhecida operação estruturada que combina duas operações: i) contrato futuro do câmbio R\$/US\$ e ii) operação inversa ao contrato futuro firmado de mesmo valor da operação à vista, ou seja, o banco manifesta uma posição no mercado à vista e concomitantemente a posição contrária no seguimento futuro ocasionando o *hedge* cambial (ROSSI, 2016). Dadas as limitações jurídicas das negociações no segmento à vista, a maior parte dos bancos optam por fazer o *hedge* no mercado futuro ao invés de reparar posição no segmento interbancário.

Rossi (2016) aponta duas características peculiares do mercado de derivativos de câmbio do real: i) a obrigação de registrar os contratos em instituições reguladas pelo Bacen; e ii) a magnitude do mercado futuro. Ao contrário do mercado cambial de muitos países, os contratos firmados no mercado de balcão no Brasil devem ser registrados em instituições autorizadas pela autoridade monetária, como a B3<sup>22</sup>. A segunda característica do mercado de derivativos do Brasil é o tamanho do mercado futuro<sup>23</sup>, que é muito maior quando comparado ao mercado de balcão de outros países (FARHI, 2017)<sup>24</sup>.

A relação dos mercados à vista e futuro se dá quando as operações de dólar futuro tendem a reproduzir as transações de crédito entre moedas. A venda de dólar futuro equivale a uma operação em que se toma empréstimo em dólar e se aplica em juros internos, enquanto a compra em dólar futuro é equivalente a tomar um empréstimo na moeda brasileira e aplicar em juros na

---

<sup>22</sup> Sem o registro essas operações não têm validade legal e, portanto, não podem ser questionadas na justiça (DODD, GRIFFITH-JONES, 2007)

<sup>23</sup> “A venda de dólar futuro equivale a uma operação em que se toma empréstimo em dólar e se aplica em juros internos, enquanto a compra de dólar futuro é equivalente a tomar um empréstimo na moeda brasileira e aplicar em juros na moeda americana, nos dois casos com exposição à variação cambial.” (ROSSI, p.45, 2016)

<sup>24</sup> Para Prates (2009), a existência de um mercado futuro líquido de reais atrai investidores de ativos com características similares às da moeda brasileira.

moeda americana, nos dois casos com exposição à variação cambial. Nesta dinâmica, há o chamado *carry trade*, uma atividade especulativa relevante no mercado cambial brasileiro (ROSSI, 2010) que busca aferir lucros com o diferencial de juros entre duas moedas, onde se assume um passivo na moeda de baixos juros e, simultaneamente, um ativo na moeda de altos juros.

Outrossim, o mercado *offshore* se dá no recinto das negociações de reais entre não residentes, sob jurisdição estrangeira. A moeda brasileira possui limitações estruturais dada a inconversibilidade da moeda, conforme discutido na última seção. Essa condição faz com que os reais negociados no exterior sejam liquidados em moeda estrangeira, logo, não há *clearing*<sup>25</sup> em reais de contratos de câmbio fora do Brasil que exerça influência direta sobre o mercado de câmbio à vista. Dito isso, vale reforçar que a formação da taxa de câmbio à vista do real, diferentemente de moedas centrais do sistema, é um fenômeno que ocorre, exclusivamente, *onshore* (FARHI, 2017). Entretanto, isso não isenta a influência do mercado *offshore* na formação da taxa de câmbio futura e, conseqüentemente, na taxa de câmbio à vista.

A relação dos mercados *offshore* e *onshore* é constante, o sistema bancário tem um importante papel de intermediário neste processo. O mercado *offshore* não existe isoladamente, há diversas instituições que operam nesse mercado que mantém vínculos constantes com o mercado *onshore*. A influência do mercado *offshore* na formação da taxa de câmbio depende do balanço das operações vendidas e compradas realizadas nessa jurisdição (FARHI, 2017). Como argumentam He e McCauley (2010), há uma diferenciação entre o caráter simétrico ou assimétrico do uso de uma moeda *offshore*. No uso simétrico, os agentes comprados e vendidos em uma moeda se neutralizam e não há pressão desse mercado sobre a taxa de câmbio *onshore*. Já no uso assimétrico, o mercado *offshore* é sistematicamente mais usado para uma das pontas da operação: vendida ou comprada. Nesse último caso, as instituições que operam simultaneamente nos dois mercados ajustam suas posições de câmbio no mercado *onshore*, e com isso transmitem a pressão compradora ou vendedora para esse mercado. No caso brasileiro, essas posições são cobertas fundamentalmente na B3. Essas operações ocorrem sobretudo por causa dos derivativos cambiais.

---

<sup>25</sup> “A Clearing de Câmbio realiza o registro, a compensação, a liquidação e o gerenciamento de risco de operações do mercado brasileiro interbancário de dólar a vista (dólar pronto). As operações registradas podem ser contratadas pelos participantes compradores e vendedores em negociações privadas ou no mercado de dólar pronto da B3” (BCB, p. 4, 2019).

Para tornar mais claro este argumento, cabe um exemplo de como ocorre a operação de uma instituição bancária *offshore*. Essa oferta um fundo com o rendimento baseado no real, ou um contrato de *Non Deliverable Forward* (NDF)<sup>26</sup> na moeda brasileira, a um cliente que fica vendido em dólares e comprado em reais enquanto o banco assume a ponta contrária. Logo, o cliente consegue diferencial de juros e ganha com a apreciação da moeda brasileira enquanto o banco paga o diferencial de juros e ganha com a depreciação do real. Para fazer *hedge* dessa operação, o banco recorre ao mercado *onshore* e vende dólares futuros na B3. A predominância de agentes com posições vendidas em reais no mercado offshore leva, portanto, a ajustes de posições no mercado *onshore* e transmite pressões para a depreciação da taxa de câmbio do real (FARHI, 2017).

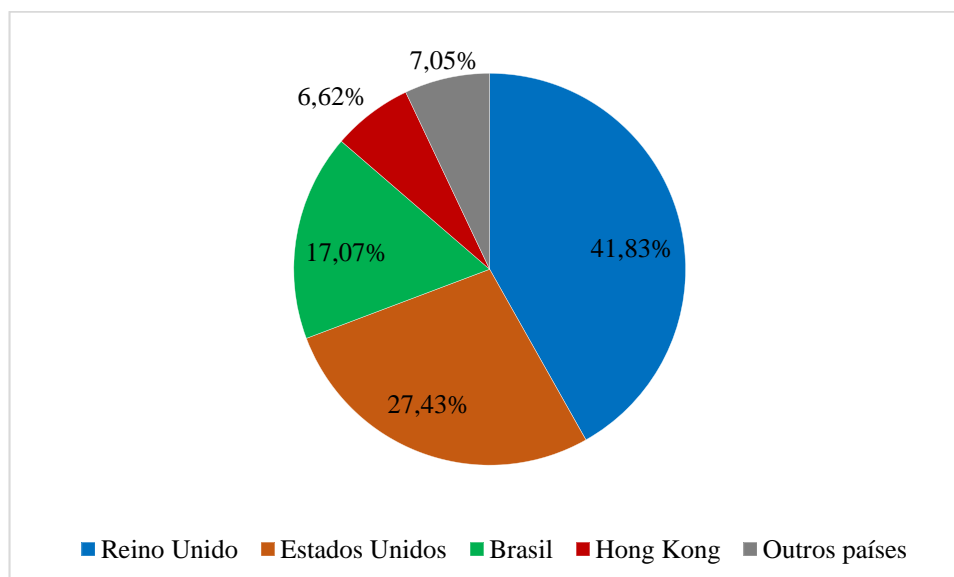
Os mercados de câmbio *onshore* e *offshore* são arbitrados de acordo com distorções entre as curvas de juros do real nos dois mercados. A curva de juros do real *offshore* tende a estar abaixo da curva *onshore*, o que significa que o real é mais caro fora do que no Brasil. O motivo para tal são os custos e riscos que envolvem a operação, como os impostos e o risco de fronteira (DODD; GRIFFITH-JONES, 2007). Os aumentos de IOF, que encarecem as captações externas, assim como o aumento do risco país tendem a encarecer o real *offshore*, reduzir os juros das aplicações em reais e assim desestimular a demanda por posições vendidas em reais.

No mercado offshore a moeda brasileira é a mais negociada no Reino Unido do que no Estados Unidos, como é possível ver no gráfico abaixo, ao contrário da maioria das moedas (KALTENBRUNNER, 2010). Hong Kong aparece como o terceiro país onde mais se negocia a moeda brasileira offshore, com 5,4 bilhões diários para a média de 2019. No mercado *offshore* a maior parte dos contratos constitui-se de NDF (*ibidem*, 2010).

**Gráfico 4.4** – Negociação do real nos mercados *onshore* e *offshore* (porcentagem em relação ao total, média de 2019).

---

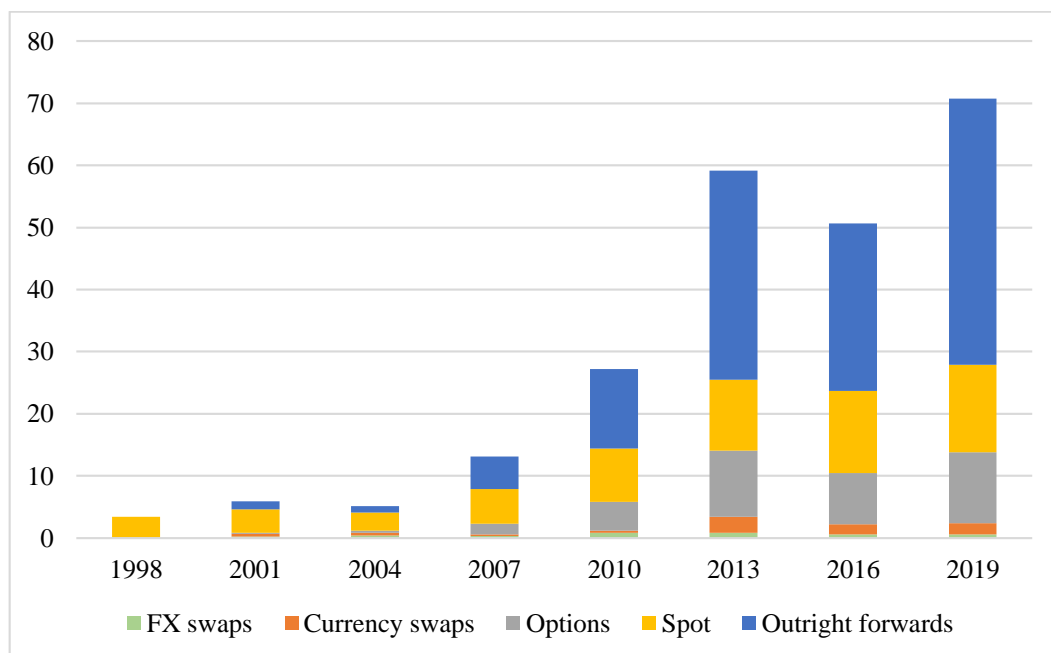
<sup>26</sup> É um derivativo cujo contrato se dá sem entrega física de divisas, operado no mercado de balcão, que tem como objeto a taxa de câmbio de uma determinada moeda. Pode ser usada como *hedge*, pois garante uma taxa de câmbio futura para a moeda firmada no contrato (FARHI, 2017).



Fonte: BIS Triennial Central Bank Survey, 2019. Elaboração Própria.

No gráfico 4.5 é possível verificar três pontos que caracterizam o mercado cambial brasileiro: i) a liquidez no mercado de derivativos é muito superior à do mercado à vista; ii) é característico do mercado de derivativos de câmbio brasileiro *onshore* o predomínio do mercado organizado em relação ao mercado de balcão; e iii) o mercado *offshore* é muito relevante (ROSSI, 2010; ROSSI, 2016; FARHI, 2017). Em comparação com a tabela 4.1 presente na subseção anterior, o gráfico a seguir mostra que os instrumentos utilizados nos contratos cambiais do real no *Forex* se diferenciam dos instrumentos mais utilizados no mundo. A principal diferença é o considerável peso do *Outright Forward* para o real, instrumento derivativo que tem como característica principal a presença de NDF.

**Gráfico 4.5** – O volume de negócio do real no *Forex*, por instrumentos utilizados entre 1998 a 2019 (US\$ bilhão).



Fonte: BIS Triennial Central Bank Survey, 2019. Elaboração Própria.

Também é característico do mercado de derivativos de câmbio brasileiro *onshore* o predomínio do mercado organizado em relação ao mercado de balcão. Em termos de derivativos negociados em bolsa, o real é a terceira moeda mais negociada, atrás apenas do dólar e do euro, de acordo com os dados de valores nominais para dezembro de 2014 (ROSSI, 2016). Esse padrão é uma especificidade da economia brasileira, uma vez que na maioria dos mercados de câmbio predomina a negociação de derivativos de balcão. Nos últimos anos, aumentou a participação dos estrangeiros na B3 que respondem por 40% dos contratos de câmbio em janeiro de 2014 (*ibidem*, 2016). As pessoas jurídicas financeiras (que correspondem aos bancos comerciais) e os investidores institucionais (que correspondem aos bancos de investimento) são os dois outros agentes relevantes. Já as empresas não financeiras e as pessoas físicas têm baixa participação (*ibidem*, 2016).

## 5 A FINANCEIRIZAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO DO REAL

### 5.1 DO PROCESSO DE ABERTURA E DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA

Pode-se dizer que a liberalização financeira brasileira contemporânea começou no governo Fernando Collor (1990-1992), quando as barreiras existentes em relação ao acesso de investidores estrangeiros aos mercados financeiros foram atenuadas. Esse processo lento foi concluído somente nos anos 2000. Duas rotas principais foram seguidas durante a década de 1990: i) a flexibilização do investimento estrangeiro; ii) privatização de uma parcela expressiva dos bancos.

Seguindo esta linha, Carneiro (2002) argumenta que esta primeira rota permitiu um aumento da conversibilidade da conta de capital, onde houve entradas/saídas facilitadas para residentes e não residentes, pois foi possível perceber uma expressiva alteração legislativa sobre a mobilidade de capitais<sup>27</sup>. Já sobre a segunda rota, Carvalho (2002) discute que apesar de ter uma de suas principais fontes de renda – aproveitando as altas taxas de juros do crescente mercado de títulos de dívida pública –, o Plano Real teve consequências drásticas para os bancos. Sendo privados de alguns dos seus ganhos inflacionários anteriores e enfrentando empréstimos ancorados por taxas de juros reais elevadas, os menores bancos começaram a falhar<sup>28</sup>.

De acordo com Franco (1998), seguindo a linha do *mainstream* econômico à época, o processo de abertura e desregulamentação financeira traria benefícios essenciais para o Brasil, como o aumento das possibilidades para diversificação e repartimento dos riscos; como alternativa de financiamento de instabilidades momentâneas do balanço de pagamentos e a opção de acesso à poupança externa para financiar o investimento. Contudo, o Plano Real amplificou a vulnerabilidade externa do país, que passou a ser cada vez mais dependente dos fluxos de capital

---

<sup>27</sup> Com o objetivo de se adaptar ao cenário internacional, em 1992, avançou as políticas de liberalização do sistema financeiro com a adoção, por parte do Banco Central, da Carta Circular nº 2259. Isto permitiu que os bancos estrangeiros pudessem abrir contas no sistema bancário brasileiro e movimentar, livremente, depósitos.

<sup>28</sup> Por isso, o Estado, para resolver esta problemática, criou dois programas: PROER (Programa de Incentivos à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional) em 1995 e, posteriormente, em 1998, o PROES (Programa de Incentivos à Redução da Participação do Estado nas Atividades Bancárias). O primeiro programa consiste em linhas de crédito públicas patrocinadas destinadas às fusões e aquisições no setor e o segundo envolve a reestruturação e privatização de bancos regionais estatais (DE PAULA, SOBREIRA, 2010). Além disso, o Banco Central Brasileiro (BCB) se alinhou com as práticas internacionais, favorecendo a supervisão prudencial com a adoção dos critérios da razão de capital de Basileia I, modelos de risco e a criação de um fundo (Fundo Garantidor de Crédito) para assegurar os depósitos (DE PAULA, 2010).

estrangeiro (FILGUEIRAS, 2006). A insustentabilidade financeira do acordo tornou-se evidente no final da década de 1990, o regime de câmbio fixo, advindo da criação do Plano Real, embora tenha contribuído para a estabilidade da taxa de câmbio nominal, se mostrou suscetível a ataques especulativos, os quais geraram recorrentes crises cambiais no Brasil, entre 1998 e 1999 (PRATES, 2015). A crise financeira asiática, também, causou uma reversão acentuada dos fluxos de capital estrangeiro dos países periféricos. Houve uma crescente pressão sobre a taxa de câmbio (R\$/US\$), forçando as autoridades monetárias do Brasil a adotar uma taxa de câmbio flutuante (desvalorizada)<sup>29</sup>, em 1999, e a rever sua meta de inflação.

A política cambial do Brasil, adotada após a implementação do câmbio flutuante, se caracterizou pelas poucas atuações do Banco Central do Brasil (Bacen) no mercado à vista e também pela ausência da atuação do Bacen no mercado de derivativos de câmbio (FARHI, 2006). O Bacen, por sua vez, tinha limitações que impediam a atuação no mercado de câmbio por causa de três características conjunturais: i) o empréstimo realizado junto com o Fundo Monetário Internacional, em 1999, tinha, em duas cláusulas, a proibição de atuação do Bacen no mercado futuro de câmbio; ii) do irrisório volume de reservas internacionais disponíveis para a possível utilização no mercado spot, no acordo do empréstimo com o FMI, foi firmado um limite mínimo do volume de reservas para que o Bacen pudesse atuar no mercado spot<sup>30</sup>; e iii) do expressivo volume do estoque da dívida hipotecária doméstica indexada à taxa de câmbio (PRATES, 2015).

No início de 2000, conforme apontado por Rossi (2014), a Resolução nº 2689 do Bacen começara a permitir a atuação de não residentes nos mercados de derivativos, ações e renda fixa sem restrições em relação ao tipo de operação e limite de posição. Isto aprofundou a abertura e desregulamentação financeira da economia brasileira. Então, o neoliberalismo instauraria uma nova relação entre o Estado e o mercado capitalista internacional, com a promoção de direitos do grande capital e a subordinação do Estado à concretização e manutenção desses direitos concedidos, implantação de uma ideologia privatista e desregulamentação dos controles financeiros, o que ameaça à soberania e autonomia nacional

---

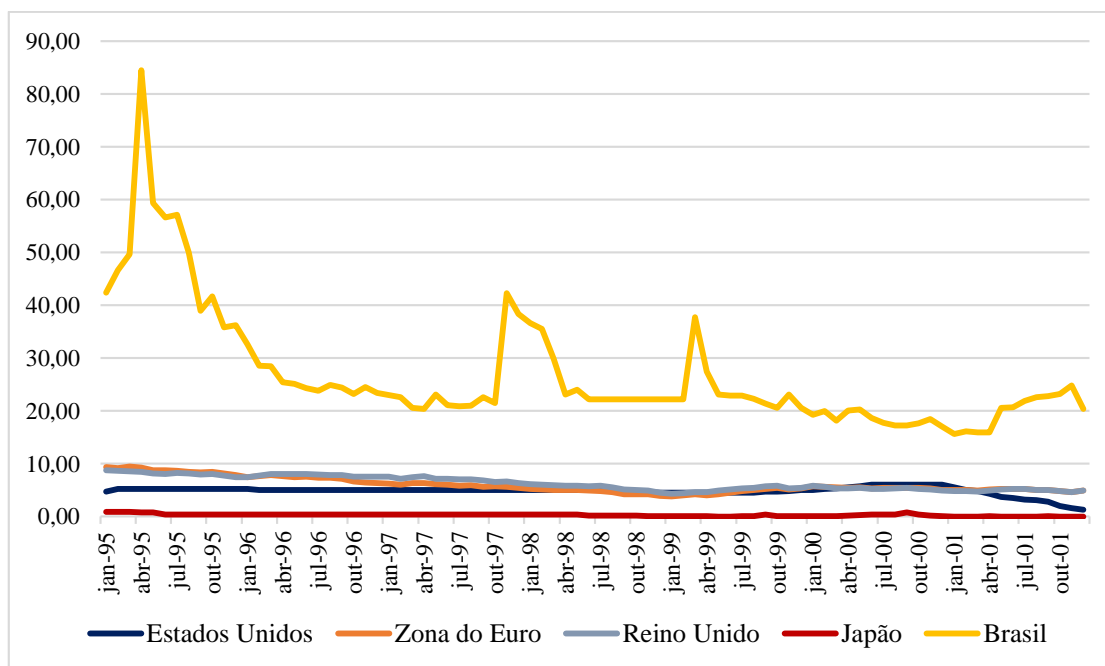
<sup>29</sup> Através do Comunicado nº 6565 de 18 de janeiro de 1999, o Banco Central do Brasil informou que às instituições autorizadas a operar em câmbio estariam, a partir de 19 de janeiro de 1999, o Banco Central permitiria que o mercado interbancário definisse a taxa de câmbio.

<sup>30</sup> Em 1999, entre março e junho, o limite para que o Bacen atuasse no mercado à vista, acertado com o FMI, era de US\$ 8 bilhões. Após julho, deste mesmo ano, houve uma revisão do acordo, esse limite passou a ser cerca de US\$ 3 bilhões.

(GUIMARÃES, 2001).

Dessa forma, a taxa de câmbio do real passou a sofrer com os movimentos dos fluxos financeiros. Assim, a abertura financeira se concebe como um elemento fundamental que condiciona o processo de financeirização da taxa de câmbio no Brasil. O alto grau da abertura e desregulamentação financeira torna o país mais suscetível as diferentes etapas do ciclo de liquidez e mais sensível as variações do mercado cambial internacional. Além disso, conforme discutido na revisão de literatura sobre financeirização subordinada, neste contexto de liberalização financeira, a hierarquia monetária, dada a iliquidez do real em âmbito internacional, interfere no patamar das taxas de juros do Brasil. A crescente dependência dos fluxos financeiros denominados em moedas dos países centrais para honrar os compromissos internacionais (garantir estabilidade das contas externas) faz com que o prêmio de risco dos ativos denominados em real tenha o diferencial dos juros considerável em relação as taxas básicas dos países centrais (gráfico 5.1).

**Gráfico 5.1** – Comparação das taxas básicas de juros (% a.a) dos países centrais vs. Brasil.



Fonte: Federal Reserve Statistics. Fundo Monetário Internacional. Elaboração Própria.

## 5.2 O REAL NO SÉCULO XXI

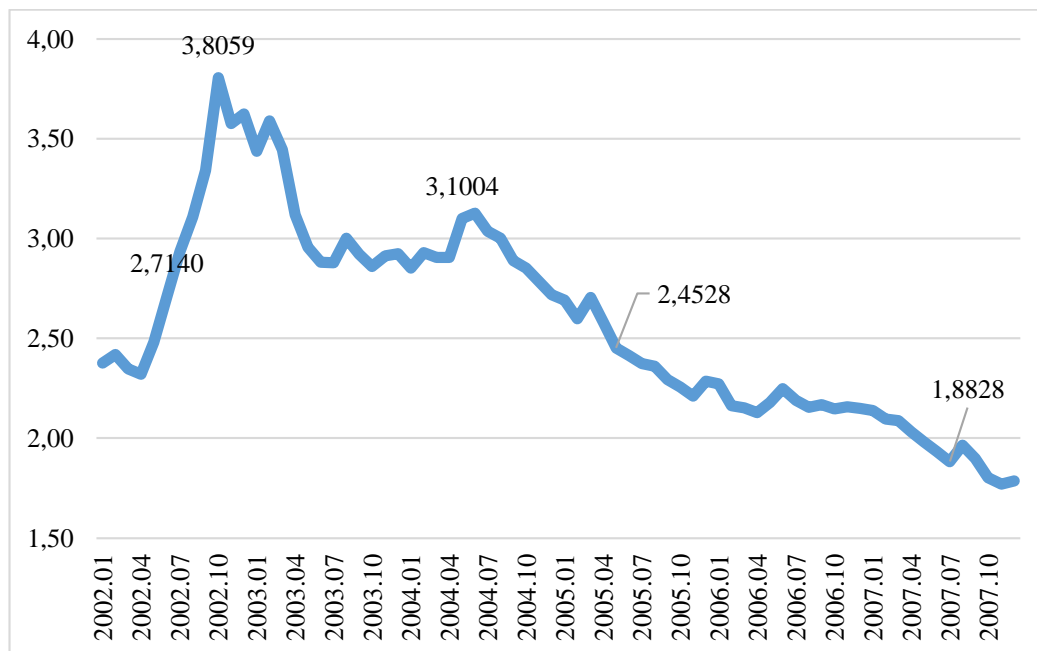


### 5.2.1 O período pré-crise financeira internacional de 2007/2008

A autoridade monetária brasileira, em 2001, na tentativa de diminuir as incidências dos ataques especulativos de curto prazo no mercado cambial, interveio no mercado de câmbio à vista (FARHI, 2006). Entretanto, conforme apontado anteriormente, o nível de reservas internacionais disponíveis não podia contemplar o volume de demanda, então, o Bacen restringiu suas intervenções, de acordo com o estipulado nas cláusulas do empréstimo com o FMI, em US\$ 3 bilhões para o restante do ano. É visto, então, como um sinal de impotência e limitação do Bacen frente ao cenário de alta da taxa de câmbio. A vulnerabilidade externa do Brasil cresceu, também, por causa da conjuntura internacional adversa, como por exemplo a diminuição do crescimento das economias centrais e o estouro das crises cambiais nos países emergentes no final da década de 1990 e início dos anos 2000 (PAULANI, 2020).

Na tentativa de frear a desvalorização do real, vide a conjuntura internacional desfavorável, em 2002, o Bacen alterou a legislação cambial com o objetivo de atenuar a exposição líquida do câmbio das instituições financeiras. A nota do Bacen nº 3156, de outubro de 2002, concebeu a redução de 60% para 2% o limite máximo de posição cambial líquida como proporção do patrimônio líquido das instituições financeiras. Entretanto, esta medida não foi suficiente para a desvalorização da moeda brasileira, onde, em julho de 2002, o câmbio estava R\$ 2,7 / US\$ 1 e, em dezembro deste mesmo ano, chegou a R\$ 3,8 / US\$ 1. Esta desvalorização também está associada a especulação referente às vésperas da eleição do primeiro mandato Lula, com o chamado “risco lula”.

**Gráfico 5.2** – Taxa de câmbio (R\$/US\$) do mercado à vista, venda na média do período (jan/2002 – dez/2007).



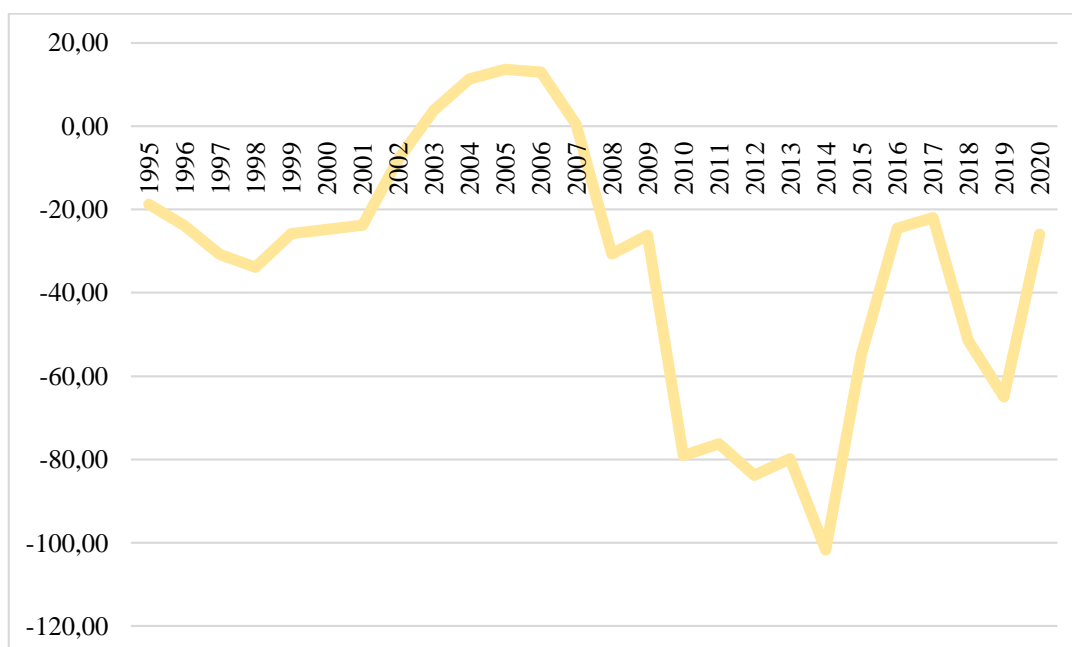
Fonte: Banco Central. Séries Temporais: Sisbacen PTAX800. Elaboração Própria.

No mercado futuro não há contratos de câmbio uma vez que operações são liquidadas em reais e, portanto, não há movimentação de divisas. Com isso, a legislação cambial que condiciona a negociação de divisas no mercado à vista não se aplica a esse mercado. Em 2000, os não residentes passaram a ter permissão para atuar no mercado futuro da B3. Desde então, a atuação desses agentes tem sido importante no volume financeiro de dólar futuro. Entre 2006 e 2011, os estrangeiros representaram a categoria de agente que mais negociou contratos de dólar futuro, juntamente com os bancos domésticos. Para Kaltenbrunner (2010), a atuação dos fundos *hedge* estrangeiros tem um papel de destaque nesse mercado: *“a large share of those interviewed declared that foreign institutional investors, primarily hedge funds, have become the most important investor group in driving exchange-rate dynamics in the Brazilian market”* (KALTENBRUNNER, p. 313, 2010).

As políticas de conformidade com o mercado continuaram a ser base do regime macroeconômico durante o governo Lula nos anos seguintes. O primeiro governo Lula (2003 – 2007) foi marcado por um cenário internacional marcado pelo boom das commodities e, consequentemente da ascensão do ciclo de liquidez e dos fluxos de capital (gráfico 5.3). Entretanto, conforme Abouchedid (2018) aponta, o Bacen continuou a gerir a política cambial com base no controle inflacionário e na redução da vulnerabilidade externa, neste período o dólar passou de R\$ 3,0, em 2003, para cerca de R\$ 1,7 ao final de 2007. O âmbito regulatório, neste período do primeiro governo Lula, foi marcado pelo fim do monopólio de câmbio do

Bacen com a extinção do compromisso que os bancos brasileiros tinham de depositar na autoridade monetária os valores que excedessem a posição comprada de US\$ 5,1 milhões, configurando o aprofundamento da liberalização financeiro no mercado de câmbio brasileiro (PRATES, 2015).

**Gráfico 5.3** – Transações correntes do Brasil 1995 a 2020 (US\$ bilhão)<sup>31</sup>



Fonte: Banco Central. Séries Temporais: Sisbacen PTAX800. Elaboração Própria.

Os anos que antecedem a crise financeira internacional de 2007-2008 foram marcados pelos altos preços das *commodities* e os superávits das contas correntes coincidiram com um aumento da liquidez internacional – como consequência, houve a crescente entrada dos fluxos de capital de curto prazo no Brasil. O Brasil, então, alcançou padrões de classificação de nível de investimento, as empresas financeiras e não financeiras se beneficiaram desse financiamento abundante, que passou a ganhar o acesso aos mercados de títulos de dívida externa e derivativos, contribuindo ainda mais para o crescente dinamismo dos mercados de crédito doméstico (FREITAS, 2009).

### 5.2.2 Os efeitos da crise financeira internacional de 2007/2008

A condução do Bacen em relação a política cambial, no período logo após o estouro da crise de

<sup>31</sup> A conta transações correntes demonstra, além da renda primária e secundária, os fluxos de bens e serviços entre residentes e não residentes do Brasil.

2007-2008, pode ser sumarizada em três medidas: i) aquisição de divisas no mercado à vista com o objetivo de fortalecer as reservas internacionais; ii) estímulo à exportação com adiantamentos dos contratos de exportação que estavam em judice, como forma de trazer fluxos em dólar ao país; iii) a adoção de swaps cambiais, que resultaram em exposição líquida de US\$ 12 bilhões ao final de 2008 (BCB, 2008). Estas medidas tentaram atenuar o efeito da constante fuga de capitais, entretanto não impediram a desvalorização da moeda brasileira, representando 54% de desvalorização entre agosto e dezembro de 2008<sup>32</sup>. Entretanto, as novas pressões de apreciação sobre o real permitiram que novos impostos fossem adotados para controlar os influxos derivados do portfólio estrangeiro em 2009 (FRITZ; PRATES, 2018).

O possível abalo no sistema bancário e financeiro doméstico foi impedido por uma postura ativista do Estado, que usou todos os instrumentos à sua disposição para estimular o crédito na economia. O Banco Central brasileiro diminuiu seus (altos) raios de reserva legal sobre os depósitos mantidos sob a forma de títulos de dívida pública, promovendo a liquidez (SOBREIRA, PAULA, 2010). Mas foram os bancos públicos – Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) – que provaram instrumentos políticos anticíclicos cruciais. Esses bancos ganharam novas linhas de crédito patrocinadas pelo governo com os objetivos de aumentar o crédito na economia e comprar ativos problemáticos das instituições financeiras para aliviar as restrições de liquidez (BIANCARELLI, 2014).

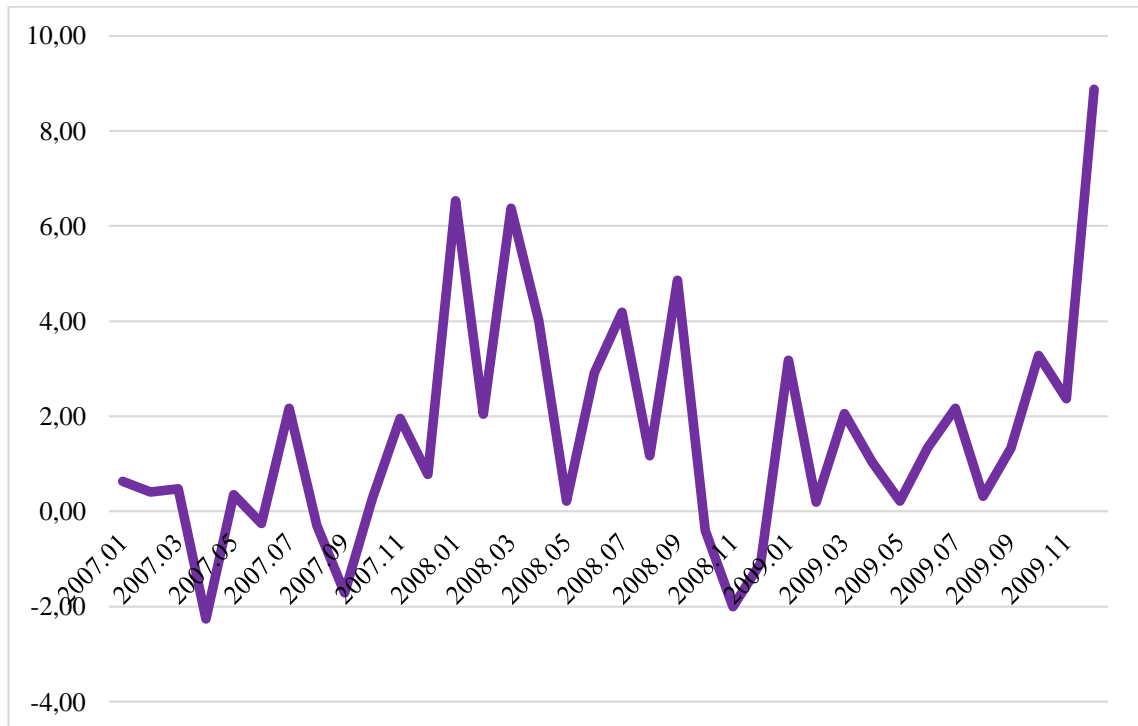
As consequências da crise internacional financeira de 2007-2008 a nível internacional mostraram-se favoráveis à economia brasileira e ao sistema financeiro doméstico. Segundo Alami (2018), isto se deu graças à política monetária expansionista dos países centrais (baixas taxas de juros e *quantitative easing*), a fuga de capital da zona euro e a um novo aumento dos preços das commodities, retomaram-se, assim, os influxos financeiros para os países periféricos, sendo o Brasil um dos principais beneficiários. A reversão da conta corrente de superávit para déficit foi então mais do que compensada por esses influxos, impulsionados pelas mais altas taxas de juros brasileiras (BIANCARELLI *et al.*, 2017), como podem ser observadas no gráfico 5.4 e 5.5, respectivamente. Além disso, a institucionalidade do câmbio no Brasil sofreu uma alteração importante: a implementação do Imposto sobre Operações Financeiras

---

<sup>32</sup> Embora a crise de 2007-2008 tenha tido poucos efeitos de médio prazo sobre a economia brasileira, a fuga de capitais, atingindo US\$ 13 bilhões em 2008, levou à desvalorização do real e um aumento das taxas de juros, colocando o setor bancário doméstico em risco (FREITAS, 2009).

(IOF) sobre as entradas de ações e renda fixa<sup>33</sup>. Conforme apontam Cagnin e Freitas (2015), a crise de 2008 e os estímulos monetários dos países centrais, que elevaram a liquidez internacionalmente, contribuíram para o debate sobre a taxaço dos fluxos financeiros no Brasil.

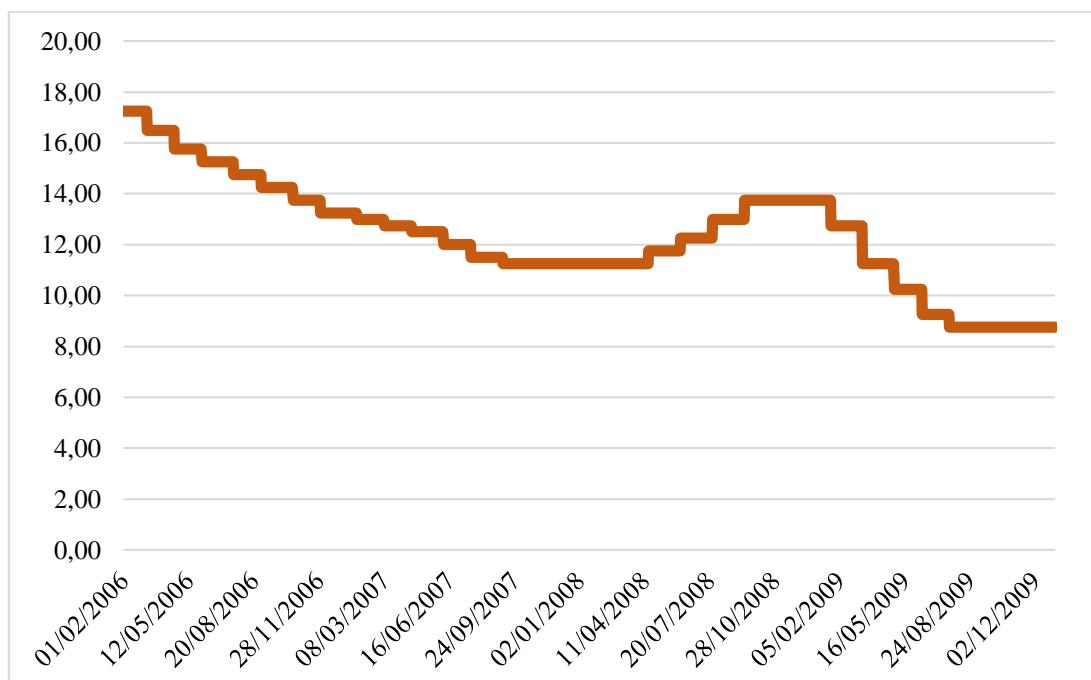
**Gráfico 5.4** – Conta Financeira do Brasil 2007 a 2009, saldo mensal (US\$ bilhão)



Fonte: Banco Central. Séries Temporais: Sisbacen PTAX800. Elaboração Própria.

**Gráfico 5.5** – Taxa Selic, meta Copom 2007 a 2010 (% a.a)

<sup>33</sup> O Bacen instaurou, via o Decreto nº 6.983, em 19 de outubro de 2009, a taxaço de 2% de IOF sob as operações de câmbio para ingressos dos recursos no Brasil.

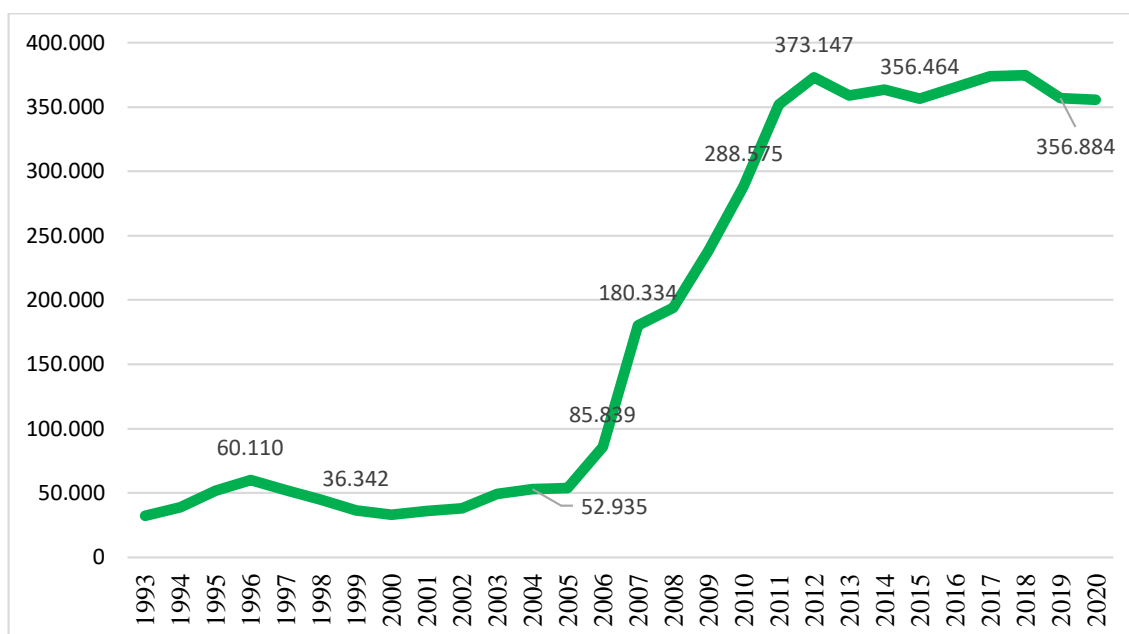


Fonte: Banco Central. Séries Temporais: Sisbacen PTAX800. Elaboração Própria.

Arelado a isto, a partir de 2009, o programa de afrouxamento monetário (*quantitative easing*) liderado pelos países centrais promoveu uma alta injeção de liquidez no cenário internacional. Os anos seguintes, então, foi possível perceber um recorde da acumulação das reservas internacionais (de US\$ 85 bilhões em 2006 para US\$ 378 bilhões em 2012, conforme pode ser visto no gráfico 5.6). Segundo Kaltenbrunner e Paineira (2017), para conter as supostas pressões inflacionárias, esse acúmulo de reservas foi esterilizado pelo Banco Central brasileiro por meio de operações compromissadas e da correspondente emissão de dívida pública<sup>34</sup>, impulsionando as operações financeiras interbancárias. O BCB (2009) mostra que o mercado cambial do Brasil recebeu ingressos líquidos de US\$ 29 bilhões em 2009, revertendo, assim, o saldo negativo verificado em 2008. Este movimento também ocorreu na conta financeira, onde é possível notar (gráfico 5.3) que os fluxos decorrentes das transações com ativos e passivos financeiros entre residentes e não residentes foi positivo em 2009, superando a variação líquida negativa dos ativos financeiros em real de 2008.

**Gráfico 5.6** – Reservas internacionais total anual: 1993 a 2020 (US\$ milhões).

<sup>34</sup> No Brasil, as operações compromissadas só se tornaram comuns em 2006, seguindo os esforços do Tesouro Nacional para eliminar LFT - títulos públicos indexados à taxa Selic - que eram comumente usados pelos bancos como fonte de financiamento devido aos seus curtos prazos e altas taxas de juros. Tendo em conta os prazos de vencimento e as taxas de juros semelhantes, compartilhados pelas operações compromissadas e LFT, o primeiro foi rapidamente adotado pelas instituições financeiras brasileiras como substituto do último (KALTENBRUNNER, PAINCEIRA, 2018; BCB, 2016; PAIM, 2016).



Fonte: Banco Central. Séries Temporais: Sisbacen PTAX800. Elaboração Própria.

### 5.2.3 A experiência no uso de controle de capitais (2009 – 2013)

Conforme apontam Prates e de Paula (2017), a economia brasileira apresentou a maior valorização cambial dentre todos os países emergentes entre 2009 a 2011. A crise financeira internacional de 2007-2008 permitiu que o Bacen fizesse uso de ferramentas que modificaram a institucionalidade do mercado de câmbio no Brasil. Os pacotes de socorro criados pelas economias centrais permitiram a retomada da discussão sobre a taxaço das transações financeiras (ALAMI, 2018). O Bacen, então, decidiu elevar o IOF sobre os fluxos financeiros estrangeiro, implementado em 2009, para 6% no final de 2010.

Nesta conjuntura caracterizada pela adoção de controle capitais, o Bacen avançou, em outubro de 2010, o debate com objetivo de regular os derivativos cambiais, ampliando o IOF para os contratos futuros de câmbio<sup>35</sup>. Esta tentativa se deu na transição entre o último mandato de Lula e o primeiro mandato do governo Dilma (2011 – 2014). Mello e Rossi (2017) apontam que o governo brasileiro tinha como objetivo conter a apreciação da moeda, pois acreditavam na sobrevalorização do real frente as políticas monetárias expansionistas das economias centrais, bem como analisavam a necessidade de se adotar políticas cambiais ativas. Uma das primeiras

<sup>35</sup> Via o Decreto nº 7330, de outubro de 2010, o Bacen incluiu no IOF as incidências nas liquidações de câmbio para ingresso no país, realizadas por estrangeiros.

atitudes, nesta direção, foi adoção do Bacen do depósito compulsório de 60% sobre as posições vendidas em câmbio para com os bancos. Mello e Rossi (2017) mostram que esta regulação gerou no aumento do custo dos bancos em captar recursos por meio de linhas interbancárias internacionais, reduzindo, também a especulação no mercado futuro do câmbio, além de controlar a volatilidade da moeda.

Em janeiro de 2011, início do governo Dilma, o dólar estava a R\$ 1,65, iniciou tendência de alta em setembro e passou a estar perto de R\$ 2,00, onde se manteve entre meados de 2012 a 2013. Entre 2010 e 2013, os países periféricos receberam quase a metade dos fluxos de capitais globais (CARVALHO, 2018):

Antes da crise, entre 2002 e 2008, essa parcela não chegava a 20%. Esse aumento se deveu à expansão monetária nos países ricos. Na América Latina, em particular, quase metade da entrada líquida de capital era de caráter especulativo, de curto prazo, sendo o México e o Brasil os principais destinos. (*ibidem*, 2018, p. 48).

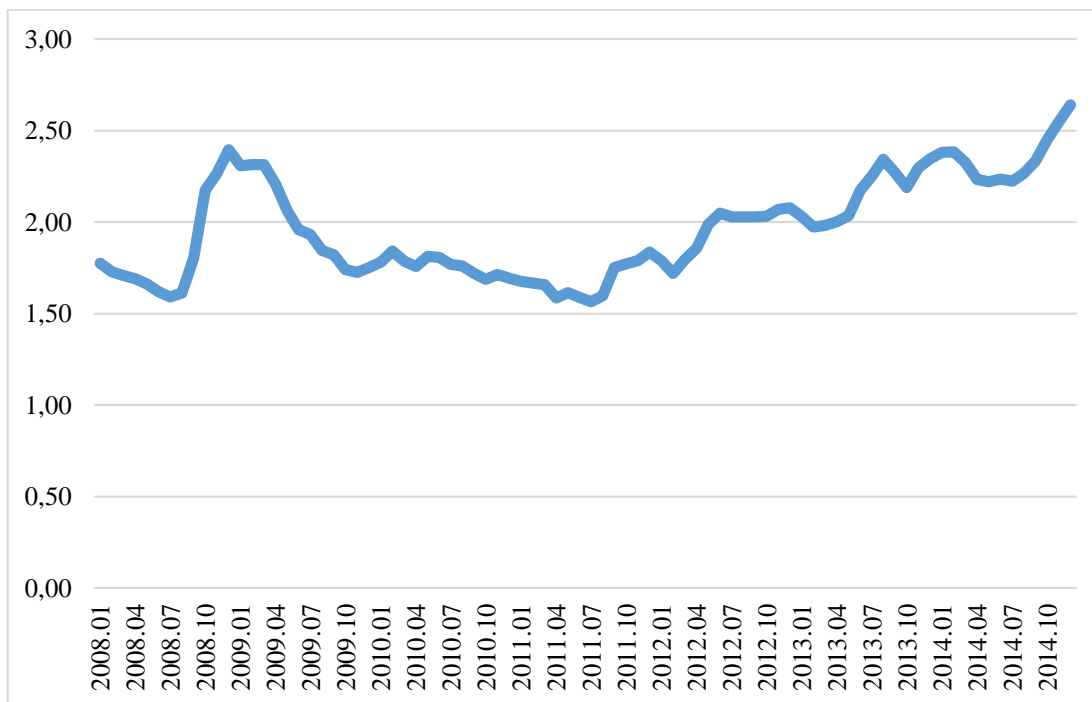
Essas medidas de controle de capitais – e dos derivativos cambiais – montaram uma institucionalidade capaz de atenuar a apreciação e a volatilidade do real (gráfico 5.7). Os efeitos disso já puderam ser observados no segundo semestre de 2012, quando a taxa de câmbio R\$/US\$ se manteve entre \$2,00 por cerca de cinco meses, na menor volatilidade observada desde o abandono do regime de bandas cambiais em 1999 (SANTOS *et al.*, 2015<sup>36</sup>).

**Gráfico 5.7** – Taxa de câmbio (R\$/US\$) do mercado à vista, venda na média do período (jan/2008 – dez/2014).

---

<sup>36</sup> Neste artigo, Santos et al. (2015) mostram a baixa correlação da balança comercial do Brasil com a taxa de câmbio R\$/US\$. As importações do Brasil respondem pouco as variações na taxa de câmbio.





Fonte: Banco Central. Séries Temporais: Sisbacen PTAX800. Elaboração Própria.

A partir de 2012, o Bacen adotou uma série de medidas macroprudenciais com o objetivo de flexibilizar o mercado de câmbio do real, no sentido de diferenciar o derivativo de caráter especulativo do derivativo utilizado como hedge cambial<sup>37</sup>. Para isso, surgiu o Decreto nº 7699 que zerou a fração do IOF nas operações de derivativos cambiais nas quais o valor total da exposição cambial negociada e vendida fosse menor que 1,2 vezes o valor total das exportações realizadas no ano anterior (BCB, 2012). A justificativa por detrás era porque o cenário doméstico apresentava uma sensível alta do dólar combinada à inflação de serviços. O diagnóstico foi que isto levou a inflação para o teto da meta, fechando 2011 em 6,5%. As medidas macroprudenciais seguiram, então, com os decretos nº 7894 e 8027, em 2013, onde o Bacen zerou o IOF sobre as operações realizadas para aquisição de contas de fundos de investimento e, também, zerou o IOF sobre a posição líquida vendida no mercado de derivativos cambiais (ALAMI, 2018).

Em 2013 o contexto externo mudou drasticamente mais uma vez. O Federal Reserve, Banco Central norte-americano, anunciou redução da sua política monetária expansionista, sinalizando uma desaceleração do *quantitative easing* e um eventual aumento da taxa de juros. Essa

<sup>37</sup> É uma operação do mercado financeiro que objetiva proteger investimentos cujo contratos envolvem duas ou mais moedas. Assim, o objetivo do hedge cambial é precaver os agentes das volatilidades cambiais, diminuindo a incerteza do negócio.

reversão teve duplo impacto na economia brasileira: os mercados de commodities começaram a desinflar, causando queda nos preços que afetaram as exportações brasileiras e, como resultado momentâneo, houve fugas de capital de curto prazo do país, renovando a pressão sobre a taxa de câmbio real. O Brasil ficou entre os que mais sofreram os efeitos desta reversão, sobretudo no que tange à desvalorização da moeda (CARVALHO, 2018). As autoridades monetárias brasileiras decidiram então reorientar as medidas de estabilização, como a eliminação da tributação de derivativos criado em 2011, demonstrando ainda mais a natureza dependente da economia brasileira desde os esforços de liberalização da década de 1990 (ALAMI, 2018).

#### **5.2.4 À mercê da livre mobilidade dos fluxos financeiros (2013 – 2021)**

A partir de 2013, a política cambial do Brasil voltou-se para o uso intensivo de swaps cambiais como forma de conter a desvalorização do real. Vale ressaltar que antes de 2013, o Bacen utilizou deste instrumento de forma esporádica desde a adoção do câmbio flutuante<sup>38</sup>. Em comparação com a adoção dos controles de capitais de outrora, esta medida é *market friendly*. Por meio da Declaração nº 24370, de agosto de 2013, o Bacen passou a prover diariamente oferta de liquidez no mercado de câmbio. Ao final de 2013, a posição líquida da autoridade monetária brasileiro nesses contratos atingiu cerca de US\$ 75 bilhões. Durante 2014, os programas de leilões dos contratos de swaps cambiais com a venda de dólares continuaram sendo prorrogados até março de 2015, registrando o movimento de mais de US\$ 110 bilhões neste período (BCB, 2014, 2015).

A recessão que se seguiu, como uma queda de cerca de 8% do PIB entre 2015 e 2016 superou qualquer outra crise recorde. O impeachment da Presidenta Dilma Rousseff, em 2016, intensificou ainda mais a austeridade fiscal, que duraria até a crise pandêmica de 2020. Assim, apesar da queda gradual da taxa Selic a partir de 2017, a economia brasileira estagnou, mostrando um crescimento discreto do PIB de 3,8% durante 2017-2019.

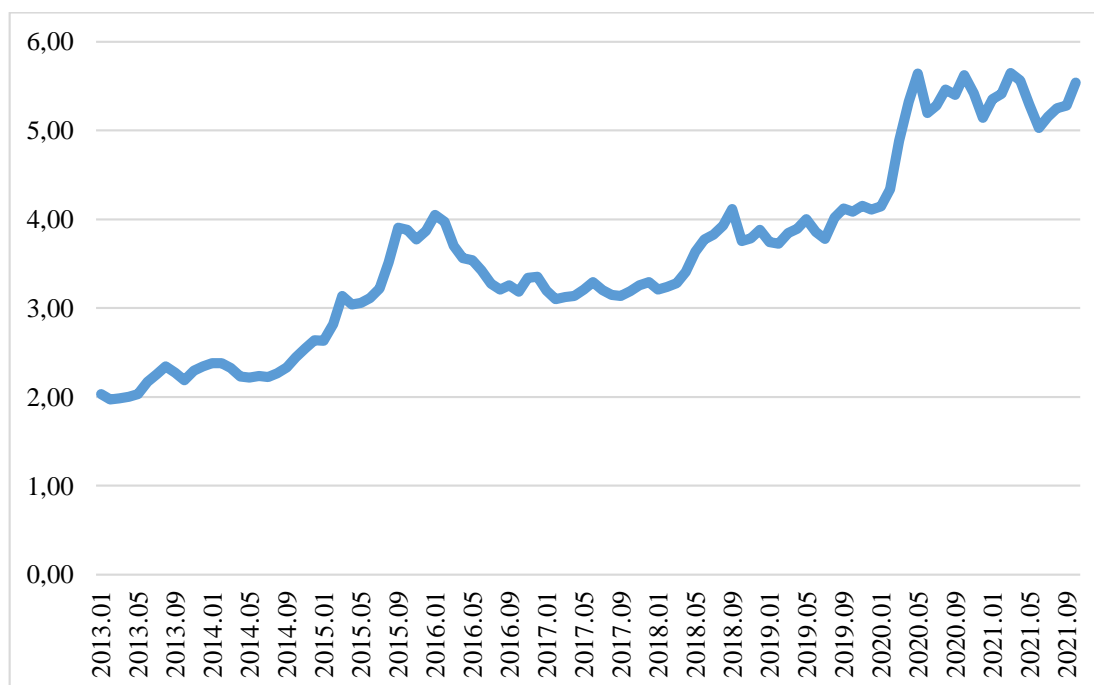
A conjuntura internacional, em 2017 e 2018, estava à mercê das mudanças na taxa de juros dos

---

<sup>38</sup> Para conter a depreciação do real devido ao cenário externo desfavorável vide as crises cambiais dos países periféricos, em especial a Argentina, em 2001, o Bacen vendeu cerca de US\$ 50 milhões diários até o fim deste mesmo ano via contratos de swaps cambiais. Esta medida foi novamente utilizada em 2002 no contexto de agravamento da crise no cenário internacional.

Estados Unidos e das tensões proporcionadas pelo entrave comercial entre China e Estados Unidos; já a conjuntura doméstica, estava apreensiva com o ano eleitoral que viria a eleger Jair Bolsonaro ao cargo mais alto do Poder Executivo. Assim, em 2018, diante da crescente desvalorização do real (depreciação de cerca de 28% entre janeiro a setembro de 2018), as intervenções com os swaps cambiais retornaram e os leilões passaram de US\$ 250 milhões no começo de maio, para US\$ 750 milhões no final deste mesmo mês em 2018, com o objetivo em promover a liquidez e a garantia do melhor funcionamento do mercado cambial (BCB, 2018). Entretanto, os swaps não foram suficientes para barrar a volatilidade do câmbio, o real seguiu a tendência de desvalorização em 2018 e em 2019. Então, este período foi marcado por uma inflexão, onde a atuação do Bacen foi discreta, aceitando a intensificação da desvalorização da moeda e, esporadicamente, atuando no mercado de leilão dos swaps cambiais (ROSSI, 2018).

**Gráfico 5.8** – Taxa de câmbio (R\$/US\$) do mercado à vista, venda na média do período (jan/2013 – out/2021).



Fonte: Banco Central. Séries Temporais: Sisbacen PTAX800. Elaboração Própria.

A pandemia mundial, proporcionada pelo SARS-CoV-2, conhecido como novo coronavírus, veio à tona no início de 2020, evidenciando as fragilidades e contradições econômicas do Brasil. Isto ocorreu em meio à tentativa e consolidação de uma agenda de reformas centrada na austeridade fiscal e na redução do papel do Estado na economia. A realidade da pandemia, no entanto, alterou, temporariamente, o rumo da política econômica e, de certa forma, pôs em

xeque o discurso macroeconômico tradicional. Nos dois meses iniciais da crise pandêmica foi visto a vulnerabilidade brasileira frente aos fluxos de capitais, sendo o país emergente que registrou a maior fuga de capitais, contabilizando a saída de US\$ 11,7 bilhões (IIF, 2020). A taxa de câmbio (R\$/US\$) se desvalorizou em 27% no primeiro trimestre de 2021, em comparação com o mesmo trimestre de 2020 (gráfico 5.7).

O debate sobre como controlar o câmbio se intensificou, então, no Brasil. Há o argumento de que a transmissão da taxa de juros para o câmbio ocorre primordialmente via fluxo de capitais de curto prazo. Esses fluxos buscariam maiores retornos no mercado internacional de ativos, de forma resumida, que respondem à diferença entre a taxa de juros doméstica ajustada pelo prêmio de risco e a taxa de juros internacional (*Libor* ou *Federal Reserve Fund Rate*). Entretanto, essa análise pode estar sobredimensionada.

O Bacen, num primeiro momento, atuou, discretamente, no mercado à vista com a venda de parte das reservas internacionais para conter a fuga de capitais, entretanto esta medida durou poucos meses. É possível perceber um certo conformismo com a taxa de câmbio depreciada, por parte do Bacen, pois além de voltar a acumular reservas internacionais durante a pandemia, não criou nenhum instrumento cambial, outrora já usado, para controlar os fluxos de capital do país. Uma das justificativas é que a elevação da taxa Selic provocaria a entrada de investimentos estrangeiros no país, o que levaria à apreciação do real frente ao dólar. Entretanto, o debate sobre a influência do *carry trade* e dos demais instrumentos cambiais do mercado financeiro sobre a recente desvalorização do real não é posto.

## 6 CONCLUSÃO

No século XXI, o regime de câmbio flutuante do Brasil provocou as mais diversas experiências no âmbito da flutuação cambial; dois ciclos longos de apreciação (2003 a 2008 e 2009 a 2012), depreciações abruptas, períodos de estabilidade e também de volatilidade intensa, assim como foram experimentados diversos instrumentos de política cambial por meio das intervenções do Bacen, através dos swaps, controle de capital, regulação, taxação de derivativos. É possível perceber, assim, a influência crescente do mercado cambial financeirizado nos últimos anos na flutuação do real.

As preocupações da literatura da financeirização com as taxas de câmbio centram-se, sobretudo, nas consequências do maior peso dos fluxos financeiros e da especulação associada às mudanças nas finanças. Conforme mencionado na seção 3, com a crescente importância dos fluxos financeiros no âmbito internacional, os valores transacionados na conta financeira aumentaram consideravelmente. Hudson (2008) destacou que isto mudou a dinâmica de formação da taxa de câmbio, onde a conta financeira passaria a ter maior relevância na determinação do câmbio tomando o lugar da conta comercial de bens e serviços (conta corrente).

O desenvolvimento do mercado de derivativos financeiros está, intrinsecamente, atrelado a financeirização da taxa de câmbio do real. Isto permitiu a aparição de diversas operações de cobertura para reduzir o impacto das incertezas advindas da variação de preços do mercado de capitais e de câmbio. Além disso, a ascensão deste mercado facilitou a especulação, pois facilitou a criação de mecanismos de alavancagem, principalmente de dois: (i) *hedge* e (ii) arbitragem. O primeiro associado a tentativa de cobrir os riscos de suas atividades nas transações à vista, dessa forma, o *hedge* consiste em assumir no mercado futuro uma posição diferente, oposta, à assumida no mercado à vista. Dentro disso, a especulação se dá via a obtenção de ganhos a partir da variação dos preços, modificando a estrutura tanto de formação do mercado futuro, quanto, principalmente, no mercado à vista. Já a arbitragem é um importante elo entre o mercado futuro e o à vista, pois é uma estratégia que objetiva um ganho através de desequilíbrios de preços de determinado ativo em diferentes mercados ou diferentes temporalidades e, por definição, é uma operação que visa ganhos livre de risco de preço. Por exemplo, adota-se uma estratégia de neutralizar o risco cambial entre moedas por meio de contratos de *hedge*, entretanto, o custo deste contrato depende da taxa de câmbio no mercado.

Assim, identificadas distorções de preços no mercado futuro, os agentes adotam a arbitragem com a compra (ou venda) das moedas que estão no contrato de hedge cambial, evidenciando a especulação no mercado.

Além disso, três condicionantes que afetam a dinâmica da taxa de câmbio do real no contexto da financeirização: i) a hierarquia monetária; ii) o ciclo de liquidez internacional; e os iii) instrumentos operacionados no *Forex*, especialmente, através, da operação *carry trade*. Conforme aprofundado na seção 3.1, as transações financeiras – e comerciais – a nível internacional, estão concentradas nas moedas centrais, particularmente no dólar norte-americano. O uso desigual das moedas tem diversas consequências macroeconômicas, afetando o patamar da taxa de juros dos países e a soberania da política econômica doméstica. Um exemplo da vantagem que o Estados Unidos tem perante o resto dos países reside na demanda constante por seus títulos. Assim, os países buscam acumular reservas internacionais em dólar, ficando à mercê dos movimentos das taxas de juros norte-americanas. O Estados Unidos, então, pode incorrer em déficits externos permanentes, já que o seu passivo externo tem obrigações denominadas em sua própria moeda, obtendo maior autonomia de política macroeconômica, uma vez que podem se financiar em dólar. Já os países periféricos estão sujeitos a maiores restrições externa e interna, pois tem moedas que não cumprem, não liquidam, contratos internacionalmente. O fato de não exercer a função de meio de pagamento a nível internacional resulta em ativos, denominados em moedas periféricas, com baixa liquidez, maior risco associado, maior prêmio de risco (taxa de juros) e tendem a ter taxas de câmbio mais voláteis (OCAMPO, 2018).

O ciclo de liquidez, por sua vez, é a periodicidade da variação das transações financeiras a nível internacional, configurando-se como fenômeno monetário com etapas ascendentes e descendentes que configuram a liquidez – a disponibilidade de financiamento – do Sistema Monetário-Financeiro Internacional (BIANCARELLI, 2018). Quando o ciclo está ascendente observa-se o aumento das transações entre residentes e não residentes no mercado internacional nos diversos mercados, como o mercado de moedas, commodities e ações. Por sua vez, quando o ciclo está descendente, é possível verificar a retração dessas transações e dos fluxos financeiros, em geral. Cada uma das etapas do ciclo de liquidez gera efeito sobre o preço dos ativos, podendo variar conforme o maior/menor risco e liquidez. Portanto, há uma pressão, a depender da fase do ciclo, oposta sobre as transações com os derivativos, os fluxos de capitais, os preços de ativos e as taxas de câmbio dos países. Ao considerar a hierarquia monetária, o

ciclo de liquidez ascendente evidencia o aumento de investimentos estrangeiros em ativos denominados em moedas periféricas devido à baixa preferência pela liquidez, já na fase descendente, é possível perceber o aumento crescente por ativos dos países centrais e a consequente saída de capitais dos países periféricos (CONTI, 2011).

Conforme visto anteriormente, a posição dos bancos, assim como os fluxos de divisas, pode ter um peso no processo de cotação da taxa de câmbio. Rossi (2016) considera que os mercados primário e interbancário de câmbio, não considerando supostas intervenções da autoridade monetária nesses mercados, faz com que a formação da taxa de câmbio dependa de dois instrumentos: i) do fluxo cambial líquido e ii) do modelo de negócio dos bancos sobre as decisões de manter ou variar suas posições cambial. Se considerarmos apenas o fluxo cambial, a taxa de câmbio resultaria da interação entre oferta e demanda por divisas advindas das transações comerciais e financeiras da economia em questão com o exterior. Todavia, ao integrar a decisão dos bancos sobre o nível dos seus respectivos estoques de divisas, tem-se um fator extremamente considerável para a formação do câmbio.

Ainda no mercado cambial, o *carry trade* é um dos principais canais de transmissão do ciclo de liquidez para a formação da taxa de câmbio do real (ROSSI, 2016). Quando o ciclo de liquidez está em fase descendente, as taxas de câmbio que são alvo das operações do *carry trade* são as que mais se depreciam (ROSSI, 2010). Neste cenário, os agentes somam prejuízos advindos da depreciação dos ativos – denominados nas moedas periféricas – e a apreciação dos passivos – financiamentos em ativos denominados em moedas centrais com baixos juros. Como forma de mitigar estes prejuízos, os agentes levam, coercitivamente, a uma rápida depreciação da moeda alvo (periférica), como forma de zerar a suas posições<sup>39</sup>. Portanto, as operações do *carry trade* inclinam-se a apreciar as moedas com taxas de juros altas durante a fase positiva do ciclo de liquidez e deprecia-las na fase descendente.

Vale atentar também para o papel dos bancos no mercado de câmbio: por um lado eles assumem uma posição passiva de atender a demanda e oferta de divisas estrangeiras no mercado primário, tendo sua posição de câmbio agregada alterada pela decisão dos clientes. Por outro, eles têm

---

<sup>39</sup> Kholer (2010) apontou uma correlação positiva entre o patamar da taxa de juros e a depreciação cambial na crise de 2008. O diagnóstico mostrou que o *carry trade* foi o principal motivo desta correlação, ou seja, as economias periféricas atraíram mais investimentos que exploraram diferenciais de juros de curto prazo antes da crise. Na crise a seguir, a reversão deste movimento diz respeito ao fato do *carry trade* ser muito alavancado e reversível em situações de risco.

um papel fundamental na determinação da taxa de câmbio uma vez que eles precificam a moeda de acordo com sua estratégia referente à sua posição de câmbio. Ou seja, o ajuste de preço (leia-se da taxa de câmbio) é um instrumento dos bancos para tentar dissuadir (incentivar) clientes e outros bancos a efetuar uma operação de compra (venda) indesejável (desejável). Já o significado da posição de câmbio à vista deve ser analisado em conjunto com a posição de câmbio no mercado de derivativos.

Por fim, as mudanças institucionais do Brasil, nomeadamente a que decretaram o fim do IOF sobre as operações financeiras e sobre os derivativos cambiais, ao longo do século XXI, fizeram com que o mercado de derivativos se tornasse um foco para a fragilidade financeira do Brasil. Especialmente via os altos volumes advindos das operações especulativas de *carry trade* de investidores não residentes e das atividades de arbitragem dos agentes financeiros domésticos. O real foi uma das moedas mais atrativas em termos do rácio “*carry-risk*” (rácio entre o diferencial da taxa de juros e a volatilidade da taxa de câmbio esperada), aumentando o volume de negócios dos derivativos cambiais rapidamente entre 2004 e 2013 (ALAMI, 2018). Esse canal de operações de *carry trade* atingiu proporções inéditas no Brasil no período pós 2008. De acordo com o Financial Times, Freeman (2011), a Bovespa tornou-se a sexta maior bolsa de derivativos do mundo por volume de contratos em 2010 e o número de futuros e opções negociadas na bolsa aumentou 54,5% em relação ao ano anterior, para mais de 1,4 bilhão de contratos. Dessa forma, a dinâmica especulativa constitui um desafio para a elaboração e implementação de políticas cambiais que visem a plena soberania da política macroeconômica brasileira, pois enquanto o Brasil ficar à mercê dos ciclos de liquidez internacional, sem controle de capital (sobretudo nos derivativos cambiais), a taxa de câmbio continuará a ser instável, desfavorecendo, assim, o crescimento econômico e a estabilidade de preços.



## REFERÊNCIAS

- ABOUCHEIDID, Saulo Cabello et al. **Política cambial nos países emergentes: uma perspectiva keynesiana-estruturalista**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Unicamp, 2018.
- AGLIETTA, Michel. **Le capitalisme de demain**. Paris: Fondation Saint-Simon, 1998.
- AGLIETTA, Michel. La globalisation financière. **L'économie mondiale** 2000, p. 52-67, 1999.
- AGLIETTA, Michel. **A theory of capitalist regulation: The US experience**. Paris: Verso, 2000.
- AGLIETTA, Michel; BRETON, Régis. Financial systems, corporate control and capital accumulation. **Economy and society**, v. 30, n. 4, p. 433-466, 2001.
- ANDRADE, Rogerio P.; PRATES, Daniela Magalhães. Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, n. 3, p. 399-416, 2013.
- ARAÚJO, Eliane; BRUNO, Miguel; PIMENTEL, Débora. Financialization against Industrialization: a regulationist approach of the Brazilian Paradox. **Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs**, n. 11, 2012.
- ARRIGHI, Giovanni. **The long twentieth century: Money, power, and the origins of our times**. Milão: Editoria Verso, 1994.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Estabilidade Financeira, 2008**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/200811>>. Acesso em: 19 nov. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Estabilidade Financeira, 2009**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/200910>>. Acesso em: 19 nov. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Estabilidade Financeira, 2012**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/201209>>. Acesso em: 19 nov. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Estabilidade Financeira, 2014**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/201409>>. Acesso em: 19 nov. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Estabilidade Financeira, 2015**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref/201510>> Acesso em: 19 nov. 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries Temporais: Sisbacen PTAX800**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 23 nov. 2021.
- BARAN, Paul; SWEEZY, Paul. **Monopoly Capital**. New York: NYU Press, 1966.

BECKER, Joachim et al. Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective. **Competition & Change**, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 2010.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. **Economia e sociedade**, v. 4, n. 1, p. 11-20, 1995.

BIANCARELLI, André et al. A política macroeconômica em uma estratégia social-desenvolvimentista. **Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento**, v. 4, nº 1, p. 21-38, 2014.

BIANCARELLI, A. M.; ROSA, Renato; VERGNHANINI, Rodrigo. Ciclos de liquidez global e crédito doméstico: canais de transmissão e a experiência brasileira recente. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 45, **Anais da ANPEC**, PORTO ALEGRE, 2017.

BIANCARELLI, André Martins. Inserção externa e financiamento: notas sobre padrões regionais e iniciativas para a integração na América do Sul. **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 3, n. 5, p. 127-177, 2018.

BIS. **Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange Turnover Activity**, 2019. Disponível em: <<https://www.bis.org/statistics/rpfx19.html>>. Acesso em: 23 nov. 2021.

BONIZZI, Bruno. Financialization in developing and emerging countries: a survey. **International journal of political economy**, v. 42, n. 4, p. 83-107, 2013.

BONIZZI, Bruno. International financialisation, developing countries and the contradictions of privatised Keynesianism. **Economic and Political Studies**, v. 5, n. 1, p. 21-40, 2017.

BONIZZI, Bruno; KALTENBRUNNER, Annina; POWELL, Jeff. In: The Routledge International Handbook of Financialization. KALTENBRUNNER, Annina (Org.). **Subordinate financialization in emerging capitalist economies**. Londres: Routledge, 2020, p. 177-187.

BORTZ, Pablo G.; KALTENBRUNNER, Annina. The international dimension of financialization in developing and emerging economies. **Development and Change**, v. 49, n. 2, p. 375-393, 2018.

BOURGUINAT, Henri et al. **Finance internationale**. Paris: Presses universitaires de France, 1992.

BOYER, Robert. **La flexibilité du travail en Europe**: une étude comparative des transformations du rapport salarial dans sept pays de 1973 à 1985. Paris: Editions la Découverte, 1986.

BOYER, Robert. The political in the era of globalization and finance: Focus on some regulation school research. **International journal of urban and regional research**, v. 24, n. 2, p. 274-322, 2000.

BOYER, Robert; ORLÉAN, André. Les transformations des conventions salariales entre théorie et histoire d'Henry Ford au fordisme. **Revue économique**, v. 42, nº 2, p. 233-272,

1991.

BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, v. 26, p. 1025-1062, 2017.

CAGNIN, Rafael Fagundes; DE FREITAS, Maria Cristina Penido. Tributação das transações financeiras: a experiência brasileira com o IOF e a CPMF. **Análise Econômica**, v. 33, n. 63, 2015.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, v. 8, n. 2, p. 57-92, 1999.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Unesp, 2002.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconvertibilidade monetária. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 28, p. 539-556, 2008.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Macroeconomic policy with open capital accounts. In: HEIN, Eckhard et al. **Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector**. Berlin: Macroeconomic Policy Institute, 2008. p. 273.

CARVALHO, Laura. **Valsa brasileira**: do boom ao caos econômico. São Paulo: Editora Todavia SA, 2018.

CHESNAIS, François. **La mondialisation du capital**. Paris: FeniXX, 1997.

CHRISTOPHERS, Brett. The limits to financialization. **Dialogues in human geography**, v. 5, n. 2, p. 183-200, 2015.

CONTI, Bruno Martarello De et al. **Políticas cambial e monetária**: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Unicamp, 2011.

CONTI, Bruno de; PRATES, Daniela Magalhães. The International Monetary System hierarchy: determinants and current configuration. In: FMM 18th Conference: “INEQUALITY AND THE FUTURE OF CAPITALISM”, **Anais de comunicação**, Londres, 2014.

DODD, Randall; GRIFFITH-JONES, Stephany. **Brazil's derivatives markets: hedging, central bank intervention and regulation**. Boston: ECLAC, 2007.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. 3. Le néolibéralisme sous hégémonie états-unienne. In: CHESNAIS, François (Org.). **La finance mondialisée**. Paris: la Découverte, 2004. p. 71-98.

EATWELL, John; TAYLOR, Lance. **Global finance at risk**: the case for international regulation. Londres: Routledge, 2001.

EPSTEIN, Gerald A. (Ed.). **Financialization and the world economy**. Boston: Edward Elgar Publishing, 2005.

EUROMONEY. **Forex Exchange Survey**, 2020. Disponível em: <<https://www.euromoney.com/article/b11p3zhln6vv9p/fx-survey-2020-market-share-by-institution-type>>. Acesso em: 15 nov. 2021.

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

FARHI, Maryse. Foreign exchange derivatives and financial fragility in Brazil. In: ARESTIS, Philip et al. (Org.). **The Brazilian Economy since the Great Financial Crisis of 2007/2008**. Cambridge: Palgrave Macmillan, Cham, 2017. p. 307-335.

FEDERAL RESERVE STATISTICS. **Economic Data**: Interest Rates, Government Securities, Treasury Bills. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org>>. Acesso em: 15 nov. 2021.

FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos, impactos e contradições. São Paulo: Boitempo Editorial, 2006.

FINE, Ben. **Can South Africa be a developmental state?** Tese (Doutorado em Economia), SOAS, University of London, Londres, 2010.

FINE, Ben; ASHMAN, Sam; NEWMAN, Susan. Amnesty International? The nature, scale and impact of capital flight from South Africa. **Journal of Southern African Studies**, v. 37, n. 01, p. 7-25, 2011.

FINE, Ben. Financialization from a Marxist perspective. **International Journal of Political Economy**, v. 42, n. 4, p. 47-66, 2013.

FOSTER, John Bellamy. The financialization of capitalism. **Monthly review**, v. 58, n. 11, p. 1-12, 2007.

FRANCO, Gustavo HB. A inserção externa e o desenvolvimento. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 18, n. 3, p. 121-147, 1998.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos avançados**, v. 23, p. 125-145, 2009.

FRITZ, Barbara; PRATES, Daniela Magalhães. Capital account regulation as part of the macroeconomic regime: comparing Brazil in the 1990s and 2000s. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, v. 15, n. 3, p. 313-334, 2018.

GARCIA, Márcio GP; URBAN, Fabio. O mercado interbancário de câmbio no Brasil. **Econstor**, Rio de Janeiro, v. 2, nº 509, p. 3-51, 2005.

GLYN, Andrew. **Capitalism unleashed**: finance, globalization, and welfare. Oxford: University Press, 2007.

GOWAN, Peter. The American campaign for global sovereignty. **Socialist Register**, v. 39, 2003.

GUTTMANN, Robert et al. A primer on finance-led capitalism and its crisis. **Revue de la Régulation**, v. 3, n. 4, p. 1-19, 2008.

HARVEY, Campbell R. Forecasts of economic growth from the bond and stock markets. **Financial Analysts Journal**, v. 45, n. 5, p. 38-45, 1989.

HUDSON, Michael. Trends that can't go on forever, won't: financial bubbles, trade and exchange rates. **Finance-led capitalism**, Londres, v. 53, n° 4, p. 74-109, 2008.

KALDOR, Nicholas. Speculation and economic stability. In: GOSS, Yamey (Org.). **The Economics of Futures Trading**. Londres: Palgrave Macmillan, 1976. p. 111-123.

KALTENBRUNNER, Annina. International financialization and depreciation: the Brazilian real in the international financial crisis. **Competition & Change**, v. 14, n. 3-4, p. 296-323, 2010.

KALTENBRUNNER, Annina. Financial integration and exchange rate determination: a Brazilian case study. **International Review of Applied Economics**, v. 29, n. 2, p. 129-149, 2015a.

KALTENBRUNNER, Annina. A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 38, n. 3, p. 426-448, 2015b.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience. **Cambridge Journal of Economics**, v. 39, n. 5, p. 1281-1306, 2015.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. The impossible trinity: Inflation targeting, exchange rate management and open capital accounts in emerging economies. **Development and Change**, v. 48, n. 3, p. 452-480, 2017.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: The Brazilian experience. **New political economy**, v. 23, n. 3, p. 290-313, 2018.

KARWOWSKI, Ewa; STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. **Economic and Political Studies**, v. 5, n. 1, p. 60-86, 2017.

KOHLER, Marion. Exchange rates during financial crises. **BIS Quarterly Review**, v. 11, n° 14, p. 1-12, 2010.

KREGEL, Jan. Using Minsky's cushions of safety to analyze the crisis in the US subprime mortgage market. **International Journal of Political Economy**, v. 37, n. 1, p. 3-23, 2008.

KRIPPNER, Greta R. The financialization of the American economy. **Socio-economic review**, v. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.

LAPAVITSAS, Costas. Financialised capitalism: Crisis and financial expropriation. **Historical materialism**, v. 17, n. 2, p. 114-148, 2009.

LAPAVITSAS, Costas. Theorizing financialization. **Work, employment and society**, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

LAPAVITSAS, Costas. **Profiting without producing**: how finance exploits us all. Verso Books, 2013.

LAPAVITSAS, Costas; POWELL, Jeff. Financialisation varied: a comparative analysis of advanced economies. **Cambridge journal of regions, economy and society**, v. 6, n. 3, p. 359-379, 2013.

LAVINAS, Lena. How social developmentalism reframed social policy in Brazil. **New Political Economy**, v. 22, n. 6, p. 628-644, 2017.

LAVINAS, Lena; ARAÚJO, Eliane; BRUNO, Miguel. Brasil: vanguarda da financeirização entre os emergentes? Uma análise exploratória. **Texto para Discussão do IE/UFRJ**, vº1, nº 32, p. 2-40, 2017.

LUCAS, Robert E. Some international evidence on output-inflation tradeoffs. **The American economic review**, p. 326-334, 1973.

LYONS, Richard K. A simultaneous trade model of the foreign exchange hot potato. **Journal of international Economics**, v. 42, n. 3-4, p. 275-298, 1997.

MADER, Philip; MERTENS, Daniel; VAN DER ZWAN, Natascha (Ed.). **The Routledge international handbook of financialization**. Londres: Editora Routledge, 2020.

MARX, Karl. **Karl Marx on society and social change**: With selections by Friedrich Engels. Chicago: University of Chicago Press, 1973.

MELLO, Guilherme; ROSSI, Pedro. Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. **Texto para discussão: IE/UNICAMP**, n. 309, p. 1-36, 2017.

MINSKY, Hyman P. Schumpeter: finance and evolution. In: HEERTJE, Arnold; PERLMAN, Mark (Org.). **Evolving technology and market structure**: Studies in Schumpeterian economics. Michigan: The University of Michigan Press, 1990. p. 51-73.

MINSKY PH D, Hyman P. **Money manager capitalism, fiscal independence and international monetary reconstruction**. Nova Iorque: Levy Economics of Bard College, 1988.

OCAMPO, José Antonio. **International asymmetries and the design of the International Financial System 1**. Londres: Routledge, 2018.

OLIVEIRA, Francisco de. **Crítica à razão dualista/O ornitorrinco**. Rio de Janeiro: Boitempo editorial, 2015.

- PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. The integration of China into global capitalism. **International Critical Thought**, v. 3, n. 2, p. 146-158, 2013.
- PALLEY, Thomas I. **Financialization: the economics at finance capital domination**. Londres: Palgrave Macmillan, 2013. p. 17-40.
- PALLUDETTO, Alex WA; ABOUCHEDID, Saulo C. The currency hierarchy in center-periphery relationships. **Emerald Group Publishing Limited**, v. 30b, n. 30, p. 53-90, 2016.
- PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luis; BASILIO, Flavio AC. Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos federais. **Nova Economia**, v. 23, p. 473-520, 2013.
- PAULANI, Leda. Brasil Delivery: a política econômica do governo Lula. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 23, p. 563-579, 2020.
- PRATES, Daniela Magalhães. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de economia contemporânea**, v. 9, p. 263-288, 2005a.
- PRATES, Daniela Magalhães. Resenha crítica-a literatura convencional sobre crises financeiras nos países" emergentes": os modelos desenvolvidos nos anos 90. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 35, p. 359-385, 2005b.
- PRATES, Daniela Magalhães. **O regime de câmbio flutuante no Brasil (1999-2012): Especificidades e dilemas**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa de Economia Aplicada, 2015.
- PRATES, Daniela M.; FARHI, Maryse. The shadow banking system and the new phase of the money manager capitalism. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 37, n. 4, p. 568-589, 2015.
- PRATES, DANIELA; PAULA, Luiz Fernando de. Capital account regulation in Brazil: an assessment of the 2009-2013 period. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 37, p. 108-129, 2017.
- PLIHON, Dominique. Déséquilibres Mondiaux et Instabilité Financière: la Responsabilité des Politiques Libérales. In: CHESNAIS, François et al. (Org.). **La Mondialisation Financière: genèse, coût et enjeux**. Paris: Syros, 1996. p. 9-31.
- RODRIGUES, Nuno Jorge Teles Sampaio. **Financialisation in South Africa: examining the financial conduct of non-financial enterprises, banks and households**. Tese (Doutorado em Economia), SOAS, University of London, Londres, 2014.
- ROSSI, Pedro. Institutionalidade of the foreign exchange market and exchange rate policy in Brazil. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 3, p. 645-667, 2014.
- ROSSI, Pedro. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação**. São Paulo: Editora FGV, 2016.
- SANTOS, Cláudio Hamilton Matos dos et al. **Por que a elasticidade-câmbio das importações é baixa no Brasil?** Evidências a partir das desagregações das importações por

categorias de uso. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa de Economia Aplicada, 2015.

SANTOS, Paulo dos. On the content of banking in contemporary capitalism. **Historical Materialism**, v. 17, n. 2, p. 180-213, 2009.

SKIDELSKY, Robert. **Money and government**: The past and future of economics. New Haven: Yale University Press, 2018.

SOBREIRA, Rogério; DE PAULA, Luiz Fernando. The 2008 financial crisis and banking behavior in Brazil: the role of the prudential regulation. **Journal of Innovation Economics Management**, n. 2, p. 77-93, 2010.

SOUZA, F. E. P.; HOFF, C. R. **O regime cambial brasileiro**: sete anos de flutuação. São Paulo: Ed. Econ, v. 15, 2006.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge journal of economics**, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.

STOCKHAMMER, Engelbert et al. Financialization and the global economy. **Political Economy Research Institute Working Paper**, v. 242, p. 40, 2010.

SWEEZY, Paul M. The triumph of financial capital. **Monthly Review**, v. 46, n. 2, p. 1-11, 1994.

VAN DER ZWAN, Natascha. Making sense of financialization. **Socio-economic review**, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.

WRAY, L. Randall. **Minsky's approach to employment policy and poverty**: employer of last resort and the war on poverty. London: Routledge, 2007.