

FASES DA POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL DE 1999 A 2018

Ana Carolina Nicácio¹Pedro Rossi²

RESUMO: Esse artigo organiza e descreve a política cambial brasileira recente em fases e avalia o padrão de flutuação cambial da moeda brasileira em relação ao dólar. Desde 1999 até 2018, identificam-se seis diferentes fases a partir do i) uso dos instrumentos de política cambial e ii) da direção das mudanças regulatórias. Nessa perspectiva, cada fase apresenta características próprias, em termos de intensidade, diversidade e ineditismo no uso de instrumentos cambiais e quanto às alterações no quadro regulatório. As diferentes fases também estão associadas a diferentes padrões de flutuação cambial, identificados a partir de medidas de volatilidade cambial e da correlação entre a taxa de câmbio real/dólar e o ciclo de liquidez internacional. A análise destaca a experiência de política cambial entre janeiro de 2011 e junho de 2013, período caracterizado pelo ineditismo de um conjunto de medidas, por uma menor volatilidade cambial e aparente dissociação do ciclo de liquidez internacional.

Palavras-chave: política cambial, volatilidade cambial, regulação.

ABSTRACT: This article organizes and describes the recent Brazilian exchange rate policy in phases and assesses the exchange rate fluctuation pattern of the Brazilian currency against the dollar. From 1999 to 2018, six different phases were identified from the i) use of exchange rate policy instruments and ii) the direction of regulatory changes. Thus, each phase has its own characteristics, in terms of intensity, diversity and originality in the use of foreign exchange instruments and regarding regulatory framework changes. The different phases are also associated with different exchange rate fluctuation patterns, identified from exchange rate volatility measures and the correlation between the real/ dollar exchange rate and the global liquidity cycle. The analysis highlights the experience of exchange rate policy between January 2011 and June 2013, a period characterized by the unprecedented nature of a set of measures, lower exchange rate volatility and apparent decoupling from the global liquidity cycle.

Keywords: exchange rate policy, exchange rate volatility, regulation.

Data da submissão: 03-08-2020

Data do aceite: 26-08-2020

JEL Classification: F31; G18; O24.

1. INTRODUÇÃO

O regime de câmbio flutuante no Brasil foi adotado por meio do Comunicado nº 6.565, de 18 de janeiro de 1999, do Banco Central do Brasil. Por meio de tal documento, a autoridade monetária informou à sociedade e, especialmente, às instituições autorizadas a operar em câmbio que, a partir desta data, o BCB deixaria que o mercado interbancário (segmentos livre e flutuante) definisse a taxa de câmbio. Somente ocasionalmente e de forma limitada, o BCB poderia intervir nos mercados, visando conter os movimentos exacerbados das taxas de câmbio.

Contudo, apesar do comunicado oficial sugerir a ocorrência de uma flutuação cambial *de facto* ou “pura”, na prática, o Brasil adotou um regime de flutuação no qual a presença do Banco Central e da política cambial foi muito mais regra do que exceção. Essa tendência também foi observada nos demais países emergentes, o “medo de flutuar”, discutido em Calvo e Reinhart (2000), decorre das particularidades institucionais dessas economias, da maior volatilidade – tanto das taxas de juros, quanto dos fluxos de capitais - ao maior risco de “*currency mismatch*”,

¹ Doutoranda em Economia no Instituto de Economia da Universidade de Campinas (IE/UNICAMP)

² Professor do Programa de pós-Graduação em Economia (IE/UNICAMP)

e do elevado *pass-through* das variações cambiais aos preços. Todas essas características estão associadas à forma de inserção assimétrica desses países no Sistema Monetário e Financeiro Internacional (PRATES, 2015). No Brasil, ao longo dos últimos vinte anos de regime de câmbio flutuante, a política cambial apresentou uma variedade de objetivos, instrumentos e graus de intensidade. Da mesma forma, a flutuação cambial apresentou diferentes padrões de volatilidade e de associação com os movimentos do ciclo de liquidez internacional.

Nesse contexto, este artigo tem como objetivo identificar e analisar as diferentes fases de política cambial no Brasil de acordo com o uso dos instrumentos cambiais e as mudanças no quadro regulatório. Ademais, analisa-se como estas diferentes fases estão associadas às dinâmicas de volatilidade da moeda brasileira e à correlação entre a taxa de câmbio real/dólar e o ciclo de liquidez internacional. Para tanto, o artigo se divide em duas seções para além dessa introdução e das considerações finais. Na primeira são identificadas e descritas as seis fases de política cambial no Brasil ao longo do período compreendido entre 1999 e 2018. Já a segunda busca analisar o comportamento da volatilidade cambial e da correlação entre a taxa de câmbio real/dólar em cada uma dessas fases.

2. AS SEIS FASES DE POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL

Essa seção apresenta uma periodização da política cambial no Brasil a partir de dois atributos, a saber i) o uso dos instrumentos de política cambial e ii) a direção das mudanças regulatórias. Nessa perspectiva, cada fase apresenta características próprias, em termos de intensidade, diversidade e ineditismo no uso de instrumentos cambiais e da direção das mudanças regulatórias. Em relação ao primeiro atributo, cada fase foi considerada de acordo com a intensidade do uso de instrumentos cambiais, com seu tipo e com o segmento de mercado de câmbio atingido. Já o segundo atributo leva em conta o sentido das mudanças regulatórias, de abertura e liberalização ou de controles e regulação. Levando em consideração tais atributos, foram identificadas seis diferentes fases de política cambial, conforme apresenta a Tabela 1:

Tabela 1 – Seis fases de política cambial no Brasil entre 1999 e 2018

Fases da política cambial	Fase 1	Fase 2	Fase 3	Fase 4	Fase 5	Fase 6
Período	04/01/99 a 31/12/02	02/01/03 a 31/12/07	02/01/08 a 31/12/10	03/01/11 a 28/06/13	01/07/13 a 31/03/15	02/01/15 a 31/12/18

Fonte: Elaboração própria.

Fase 1: Instabilidade externa e o reduzido raio de manobra da política cambial (1999-2002)

A partir da adoção do regime de câmbio flutuante, a economia brasileira vivenciou uma série de ataques especulativos – decorrentes das oscilações dos ciclos de liquidez internacionais - que contribuíram para acentuadas variações na taxa de câmbio. Como consequência, as políticas cambial, monetária e fiscal passaram a ser crescentemente subordinadas aos ditames dos mercados financeiros globalizados (FARHI, 2006).

Nesse sentido, a política cambial brasileira após janeiro de 1999 foi desenhada de tal forma que o BCB atuou esporadicamente no mercado à vista (concentrado na ponta vendedora) e ausentou-se do mercado de derivativos de câmbio. Neste período, a autoridade monetária brasileira detinha um reduzido raio de manobra na gestão da política cambial e a proibição do uso de tais instrumentos (regulação sobre derivativos cambiais) esteve circunscrita aos próprios termos estipulados no âmbito dos acordos com o FMI³, de março de 1999 e de julho de 2001 (FARHI, 2006).

Na visão de Prates (2015), o reduzido raio de manobra da política cambial brasileira nesse ínterim era consequência de um conjunto de três fatores, a saber: i) da já apontada proibição do BCB intervir no mercado futuro

³ A adoção do regime de câmbio flutuante não trouxe como resultado imediato o fim da dependência do Brasil em relação ao FMI. Em meados de 2001, em virtude do agravamento da crise argentina e do aumento da incerteza na região, o Brasil recorre ao FMI para o empréstimo de um pacote de US\$ 15 bilhões.

de câmbio nos termos do acordo firmado junto ao FMI em março de 1999; ii) do baixo volume de reservas disponíveis para utilização nas intervenções no mercado à vista, o qual era inferior ao total disponível no ativo do BCB em função dos limites estipulados pelo acordo com o FMI⁴; iii) do volume expressivo do estoque da dívida mobiliária interna indexada à taxa de câmbio.

Nesse cenário, em janeiro de 2000 um passo importante foi dado no sentido do aprofundamento do processo de abertura financeira da economia brasileira no âmbito da dimensão *inward transactions*, através da Resolução nº 2689, a qual passou a permitir aplicações de não residentes nos mercados de derivativos, ações e renda fixa sem restrições em relação ao tipo de operação e limite de posição (ROSSI, 2014).

Já em 2001, de acordo com Farhi (2006), o BCB tentou diminuir a ocorrência de ataques especulativos a partir de intervenções pontuais no mercado de câmbio à vista. No entanto, como o nível de reservas disponíveis não poderia fazer frente ao volume de demanda vigente, a autoridade monetária restringiu suas intervenções a uma soma total de US\$ 3 bilhões para o restante do ano, correspondente a venda diária de US\$ 50 milhões. De acordo com a autora, esta decisão foi interpretada como “*uma confissão de impotência da autoridade monetária e serviu de sinal para novas altas da taxa de câmbio*” (FARHI, 2006, p.161).

Como resposta à conjuntura externa desfavorável, o BCB adotou instrumentos de política monetária e de regulação, como a redução do nível de alavancagem nas posições de câmbio e a elevação dos depósitos compulsórios dos bancos. Para além disso, a autoridade monetária ampliou a emissão de títulos públicos indexados ao câmbio (FARHI, 2006; PRATES, 2015). O valor do saldo de títulos indexados ao câmbio na Dívida mobiliária federal saltou de R\$ 174.736 milhões em agosto de 2001 para R\$ 209.295 milhões em outubro deste mesmo ano.

Como consequência, o Brasil precisou recorrer novamente ao FMI, em 2001, obtendo um empréstimo no valor de US\$ 15 bilhões. Em agosto de 2002, o país também precisou de ajuda do FMI no contexto das incertezas envolvidas no processo eleitoral presidencial. Nesse período, as expectativas em torno de uma possível eleição do candidato Luís Inácio Lula da Silva levaram ao aumento do risco país e, consequentemente, uma redução na entrada de recursos externos (PAULANI, 2003). Em decorrência desse cenário, a cotação do dólar subiu a partir de meados de 2002, passando de R\$ 2,71 em junho de 2002 para R\$ 3,81 em outubro deste mesmo ano.

Até o primeiro trimestre de 2002, a política cambial brasileira caracterizou-se pelo uso de instrumentos cambiais clássicos, sobretudo pela utilização de títulos públicos atrelados à taxa de câmbio (NBCE)⁵. Contudo, com a restrição imposta pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) à emissão de títulos públicos por parte do Banco Central, em maio de 2002⁶, foi ampliado o uso de novos instrumentos de política cambial. Assim, em lugar da venda direta de títulos cambiais, o BCB passou a atuar no mercado de derivativos através de operações de *swap* cambiais associadas com a oferta primária, por parte do Tesouro Nacional, de títulos públicos com remuneração vinculada à taxa selic. Apenas no segundo trimestre de 2002, quando as operações com *swap* foram intensificadas, o volume financeiro dos contratos negociados chegou a cerca de R\$ 33 bilhões. Já ao final de 2002, esse valor foi de aproximadamente R\$ 91,1 bilhões (BCB, 2002).

No entanto, sobretudo a partir do final de abril de 2002, o cenário de instabilidade financeira foi agravado devido ao aumento das incertezas envolvidas no processo eleitoral presidencial e pela piora da crise argentina. Como consequência, a taxa de câmbio ultrapassou o patamar de 3 R\$/US\$ em agosto 2002. Como resposta a esse cenário, o BCB instituiu leilões de venda de moeda estrangeira atrelada à concessão de adiantamentos sobre contratos de câmbio de exportação, como meio de suprir a redução das linhas de financiamento à exportação. Essa nova modalidade foi constituída pela venda de dólar ao mercado de câmbio, com o compromisso do banco comprador repassar os recursos correspondentes em reais aos exportadores.

Com o intuito de desestimular a manutenção de posição em moeda estrangeira por parte dos bancos, a autoridade monetária também alterou de 10% para 15% a alíquota de recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais, cédulas pignoratícias de debêntures, títulos de emissão própria e contratos de assunção de obrigações vinculados a operações realizadas com o exterior (BCB, 2002).

⁴ Entre março e junho de 1999, o limite de intervenções acertado com o FMI era de US\$ 8 bilhões. Numa nova revisão do acordo, em julho de 1999, esse limite passou a ser de US\$ 3,122 bilhões, sendo que o BCB só poderia utilizar volumes maiores para gerir eventuais pressões sobre a cotação do dólar caso reforçasse suas reservas com captações externas.

⁵ Notas do Banco Central do Brasil Série Especial (NBCE) correspondiam a títulos emitidos pelo BCB pós-fixados, cuja rentabilidade estava atrelada à variação do dólar comercial.

⁶ A partir de 5 de maio de 2002, a Lei de Responsabilidade Fiscal passou a impedir, em seu artigo 34, que o Banco Central realize emissão de dívida mobiliária.

Além disso, o BCB anunciou alterações na legislação cambial visando reduzir a exposição cambial líquida máxima das instituições financeiras. Dentre estas, está a redução de 60% para 3% do limite máximo de posição cambial líquida como proporção do patrimônio ponderado através da Circular nº 3.156, de 11 de outubro de 2002. Simultaneamente, as alíquotas dos depósitos compulsórios foram elevadas i) de 48% para 53% nos depósitos à vista; ii) de 18% para 23%, nos depósitos a prazo; iii) de 25% para 30%, nos depósitos de poupança. No entanto, estas medidas não foram suficientes para conter a subida do dólar, o qual, conforme apontado, passou do patamar de R\$ 3/ US\$ 1 em agosto e chegou a dezembro de 2002 em R\$ 3,63/ US\$ 1.

Fase 2: A cheia do ciclo de liquidez internacional e aprofundamento da liberalização financeira no mercado de câmbio brasileiro (2003-2007)

O primeiro governo Lula foi caracterizado por um cenário internacional muito favorável, marcado pelo *boom* dos fluxos de capitais. Neste período, no entanto, de acordo com Abouchedid (2018) e Prates (2015), a autoridade monetária continuou gerindo a política cambial com base no objetivo explícito de redução da vulnerabilidade externa e implícito de controle da inflação. Assim, além da manutenção do objetivo da política cambial adotado nos anos anteriores, o primeiro governo Lula foi criticado por alguns economistas por ter mantido (e quiçá aprofundado) o arcabouço geral do chamado “tripé macroeconômico”, constituído pela combinação de regime de câmbio flutuante, metas para inflação e de metas fiscais (superávit primário).

Segundo Prates (2015), nesse período, a atuação da autoridade monetária pode ser analisada a partir de dois subperíodos: i) janeiro de 2003 a novembro de 2004 e ii) dezembro de 2004 a junho de 2007. No primeiro período, uma vez que o *boom* de capitais possibilitou a “correção” da desvalorização excessiva de 2002, o BCB praticamente não realizou intervenções no mercado à vista de câmbio. Já no segundo período, o BCB voltou a intervir no mercado de câmbio, mas, desta vez, na ponta compradora, tanto no segmento à vista quanto de derivativos.

Nesse sentido, no que diz respeito ao mercado à vista, o BCB manteve presença atuante a partir de outubro de 2005. De acordo com Prates (2015, p. 99):

Assim, as condições externas benignas no âmbito do comércio e das finanças garantiram superávit sucessivos neste mercado e possibilitaram, ao BCB, perseguir a estratégia de acúmulo de reservas associada à chamada demanda precaucional, a qual teve efeitos positivos diretos e indiretos (melhora da avaliação do risco de crédito do país pelas agências de classificação de risco) sobre a situação de vulnerabilidade externa.

Já no mercado de derivativos, o BCB passou a ofertar os *swaps* reversos, instrumentos que correspondem à compra de dólar no futuro e à venda de contratos de DI, isto é, o funcionamento oposto dos *swaps* tradicionais ofertados nos períodos de desvalorização da moeda brasileira. Nas operações envolvendo estes novos instrumentos, o BCB assumia posição comprada em dólar futuro e vendida em juros futuros. Contudo, essa ação por parte da autoridade monetária não foi suficiente para conter os efeitos de apreciação do real, isto porque a intervenção realizada por meio dos *swaps* reversos reduziu a velocidade da apreciação do real, mas a tendência a apreciação permaneceu. Conforme aponta Rossi (2015, p. 723):

No Brasil, particularmente nos ciclos de apreciação cambial anterior (2003-2008) e posterior (2009-2012) à crise financeira de 2008, o Banco Central foi parte integrante do circuito especulação-arbitragem, pois não agiu diretamente sobre as causas da apreciação cambial da moeda brasileira, apesar de amenizar os efeitos. Na altura, dadas as especificidades do mercado de câmbio brasileiro, a política cambial exigia uma abrangência maior para conter os ciclos de apreciação.

No âmbito das mudanças regulatórias, o período 2003-2007 apresentou algumas mudanças importantes. Uma destas foi a unificação cambial – do mercado de câmbio de taxas flutuantes e o mercado de câmbio de taxas livres – anunciada pela Resolução 3.265, de março de 2005. Como consequência, foram extintas as contas livres de instituições financeiras não residentes⁷ e, a partir daí, qualquer residente (pessoa física ou jurídica) passou a poder efetuar suas

⁷ As contas livres de instituições financeiras não residentes correspondiam um tipo de subconta (da conta “Depósitos de domiciliados no exterior”) através da qual as instituições credenciadas pelo BCB eram autorizadas a negociar moeda estrangeira em quantidade ilimitada mediante a transferência internacional de reais. Segundo Prates (2015, p.65), até 2000, esta subconta era a única modalidade de aplicação financeira de não residentes que não possuía restrições quanto ao tipo de aplicação. De forma geral, as aplicações realizadas através deste canal incorriam em um risco cambial maior, uma vez que as cotações dos mercados comercial e flutuante não eram unificadas.

remessas sem necessidade de intermediação dessas contas. Além disso, em janeiro de 2006, os bancos foram desobrigados a depositar no BCB, sem remuneração, os valores que excedessem a posição comprada de US\$ 5 milhões. Na prática, essa mudança correspondeu ao fim do monopólio de câmbio da autoridade monetária. Ou seja, nessa segunda fase, foram aprofundadas as medidas no sentido da liberalização financeira no mercado de câmbio brasileiro (PRATES, 2015).

Fase 3: Crise financeira internacional e a adoção de controles de capitais (2008-2010)

Com a deflagração da crise financeira global em 2008, o BCB continuou a atuar no mercado de câmbio com a utilização de instrumentos que já eram utilizados no período pré-crise, como as intervenções no mercado à vista e os *swaps* cambiais, mas também passou a fazer uso de novos tipos de instrumentos, como os leilões de venda com compromisso de recompra e operações de empréstimos em moedas estrangeiras. Na visão de alguns autores, como Aboucheddin (2018), as ações do BCB neste período foram semelhantes aos dos demais bancos centrais dos países emergentes, as quais caminharam no sentido da provisão de liquidez aos principais segmentos do mercado de câmbio.

A respeito da adoção de novas formas de intervenção nesse período, cabe destacar que os leilões de venda à vista de dólar foram retomados depois de cinco anos. Desde março de 2003, início do governo Lula, o BCB não realizava esse tipo de venda da moeda à vista, quadro que mudou após o agravamento da crise financeira no terceiro trimestre de 2008.

De modo geral, a condução da política cambial brasileira durante o ano de 2008 pode ser analisada em dois períodos. O primeiro período, referente aos três primeiros trimestres do ano, foi voltado à aquisição de divisas no mercado à vista e manutenção da política de leilões de *swap* reverso. Além disso, através do Decreto nº 6.339, de janeiro de 2008, a autoridade monetária estabeleceu alíquota adicional de 0,38% do IOF nas operações de exportação, bem como de amparo à produção ou estímulo à exportação, nos Adiantamentos de Contrato de Câmbio (ACC) de exportação⁸. Já o segundo período tem início a partir do último trimestre do ano, no contexto do agravamento da crise financeira internacional e foi caracterizado pela oferta de contratos de *swaps* tradicionais, que resultaram em exposição líquida de US\$ 11,9 bilhões ao final do ano (BCB, 2008).

Moreira e Soares (2010) apresentam que apesar de o regime cambial brasileiro ser flexível e ter permitido uma maior adaptação da economia à crise, o BCB fez intervenções no sentido de diminuir a volatilidade do mercado e reduzir o efeito negativo do choque externo sobre a taxa de câmbio. Contudo, essas intervenções não impediram que a taxa de câmbio chegasse a R\$ 2,51/US\$ em dezembro de 2008, depois de ter fechado o mês de agosto em R\$ 1,63 US\$, ou seja, com desvalorização de 54% (ARAÚJO e GENTIL, 2011).

As modificações mais importantes, no âmbito da institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro, no entanto, ocorreram a partir de 2009. Este período foi marcado pelo rápido retorno dos fluxos de capitais, a partir do segundo trimestre de 2009 e os efeitos de “tsunami monetário” causado pelas políticas monetárias não convencionais adotadas pelos países centrais (*quantitative easing*). Nesse contexto, o BCB instituiu a aplicação de uma alíquota de 2% do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre as entradas de portfólio (ações e renda fixa), alíquota que foi progressivamente elevada até atingir 6% em outubro de 2010, sendo que, neste mesmo mês, para além do aumento do tributo, a autoridade monetária estabeleceu o primeiro mecanismo de gestão de derivativos cambiais a partir do aumento do IOF de 0,38% para 6% sobre as margens de garantia dos contratos futuros de câmbio⁹.

Contudo, tais políticas não foram suficientes para limitar o movimento de apreciação do real, o qual passou de R\$1,79/US\$ em outubro de 2009 para R\$ 1,69/US\$ no mesmo mês de 2010. Isto esteve em grande parte relacionado ao elevado diferencial das taxas de juros e a excessiva liquidez internacional, fatores que estimularam investidores residentes e não-residentes a burlar as regulações¹⁰ (ABOUCHEID, 2018).

Nesse sentido, a regulação financeira prudencial, por si só, pode não ser suficiente para afetar as dinâmicas que envolvem as operações com derivativos cambiais. Por outro lado, os controles de capital afetam apenas os mercados à vista e não cobriram, dessa forma, as operações de derivativos cambiais no mercado interno (PRATES e FRITZ, 2016).

⁸ Sobre o uso do ACC, ver Rossi e Prates (2013).

⁹ Segundo dados do Ministério da Fazenda, a arrecadação de IOF passou de R\$ 19.244 milhões em 2009 para R\$26. 601 milhões em 2010, um aumento de 38,2%.

¹⁰ Prates e Paula (2017) apontam que os canais de evasão após outubro de 2010 foram, sobretudo, o aumento das posições de curto prazo do dólar no mercado de câmbio à vista.

Fase 4: A política cambial ativa no contexto da adoção de regulação sobre derivativos e do aprofundamento de políticas de regulações prudenciais (2011 – junho de 2013)

O Brasil foi um dos países emergentes que apresentou uma das tendências mais fortes de valorização cambial entre o segundo trimestre de 2009 e julho de 2011 (PRATES e PAULA, 2017). Nesse contexto, é possível compreender um conjunto novo de políticas cambiais adotado a partir desse período. Isto é, após a implementação de políticas de controle de capitais a partir de outubro de 2009, a autoridade monetária avançou, posteriormente, no sentido da implementação da regulação sobre derivativos - e do aprofundamento de políticas de regulações prudenciais.

Esse novo direcionamento da política cambial e do quadro regulatório estiveram inseridos num quadro mais geral de mudanças na orientação da política econômica realizadas no primeiro governo Dilma Rousseff (2011-2014). Dessa forma, Mello e Rossi (2017) apresentam que o interesse do governo em atuar ativamente para conter a apreciação da moeda brasileira ficou evidente tanto na diversidade e no ineditismo das políticas cambiais adotadas, quanto no plano do discurso econômico. As expressões “guerra cambial” e “tsunami monetário” utilizadas pelas autoridades monetárias brasileiras à época chamavam à atenção para a sobrevalorização do real decorrente das políticas monetárias expansionistas adotadas pelas economias centrais, bem como justificavam a necessidade da atuação de políticas cambiais ativas.

Com o aval das autoridades monetárias brasileiras e num contexto histórico específico, caracterizado pela abundância de liquidez internacional, o BCB passou a atuar de forma mais ampla para evitar as arbitragens regulatórias, com intervenções ativas no mercado interbancário de câmbio e no mercado de derivativos. Uma das primeiras ações nesse sentido foi adotada em janeiro de 2011, quando o BCB instituiu depósito compulsório não remunerado de 60% sobre posições vendidas em câmbio, “*em complementação às medidas de caráter prudencial, com o propósito de promover melhor gerenciamento das posições de câmbio das instituições financeiras*” (BCB, 2011, p. 50). Essa regulação resultou na elevação do custo de captação dos bancos por meio de linhas interbancárias internacionais e também onerou a especulação no mercado futuro (MELLO e ROSSI, 2017).

Ademais, de acordo com Cagnin e Freitas (2015), de forma complementar à ação do BCB que, em dezembro de 2010, havia identificado o potencial de risco sistêmico no mercado de crédito¹¹, a alíquota do IOF sobre diversas modalidades de crédito ao consumo passou de 1,5% para 3% a partir do Decreto nº 7.536, de 7 abril de 2011. Outra medida de natureza macroprudencial foi adotada em julho de 2011: a imposição de IOF de 1% sobre as posições líquidas vendidas em derivativos cambiais acima de US\$ 10 milhões. De acordo com os autores:

Além de desestimular as operações especulativas com derivativos cambiais que estiveram na origem da fragilidade financeira de empresas e bancos em 2008, o IOF sobre os derivativos ajuda a reduzir a volatilidade sobre o câmbio e potencializa os efeitos das medidas de gestão dos fluxos de capitais previamente adotadas (CAGNIN e FREITAS, 2015, p.154).

Segundo Prates e Paula (2017, p.15) somente quando o governo brasileiro adotou esses dois tipos de regulamentação simultaneamente (sobre os mercados interbancário e de derivativos cambiais), para além das medidas de controle de capitais já implementadas nos anos anteriores, a eficácia da política cambial tornou-se significativa no que diz respeito à proteção do real frente às pressões ascendentes. Mais do que isso, com a adoção de tais medidas, de acordo com os autores, o governo brasileiro foi capaz de aumentar seu espaço político e conseguiu administrar o nível da taxa de câmbio, mitigando a tendência de valorização da moeda brasileira¹².

Nessa mesma linha, Rossi (2016) aponta que a partir de 2011 a política cambial brasileira – que até então se restringia às intervenções com *swaps* convencionais e reversos e à regulação dos fluxos de capitais – foi voltada para à regulação sobre o mercado interbancário, aumentando o custo das posições vendidas dos bancos. Ademais, com o direcionamento da política cambial para a regulação do mercado de derivativos, a partir de julho de 2011 (Decreto nº 7.536), atingiu-se o “*cerne da especulação cambial que vinha ocorrendo até então pela apreciação da moeda brasileira*” (ROSSI, 2016, p. 153).

Em 2012, a partir do Decreto nº 7.683, de 1 de março, o BCB estendeu de 720 para 1080 dias o prazo mínimo da operação para fins de aplicação da alíquota de 6% do IOF incidente sobre o ingresso de recursos ao país, sob a justificativa de reduzir o incentivo à entrada de capitais de curto prazo¹³. Como decorrência destas medidas,

¹¹ A respeito disso, a Circular nº 3.515, de 3 de dezembro de 2010, instituiu a elevação do requerimento de capital incidente sobre as operações de crédito e arrendamento mercantil destinadas a pessoas físicas, com prazos contratuais superiores a 24 meses. Dessa forma, o Fator de Ponderação de Risco (FPR) de tais operações, contratadas a partir de 6 de dezembro de 2010, passou de 100% para 150% (BCB, 2010).

¹² Segundo Alami (2019), apenas uma outra economia em desenvolvimento, a Coreia do Sul, adotou, assim como o Brasil, regulações aos mercados de derivativos de câmbio.

¹³ Posteriormente, o Decreto nº 7.683, de 9 de março, ampliou esse prazo para 1800 dias.

a capacidade da política cambial administrar a taxa de câmbio se mostrou relevante no segundo semestre de 2012, especialmente entre 4 de julho e 12 de novembro de 2012, período em que a taxa de câmbio variou entre R\$ 2,00/US\$ e R\$ 2,05/US\$, a menor volatilidade desde o fim do regime de bandas cambiais (ROSSI, 2016). Neste período, apesar do presidente do BCB à época, Alexandre Tombini, ter afirmado que “*não temos banda formal ou informal. O BC não defende qualquer nível da taxa de câmbio, nem para cima, nem para baixo*”¹⁴, na visão do mercado, vigora desde o segundo semestre de 2012, no Brasil, um regime de banda cambial informal.

Contudo, a partir de meados de 2012, a autoridade monetária passou a adotar uma série de medidas no sentido da flexibilização das medidas macroprudenciais que vinham sendo aplicadas de maneira mais intensa desde janeiro de 2011. Desta forma, em 16 de março de 2012 foi aprovado o Decreto nº 7.699 que reduziu a zero a fração do IOF nas operações de derivativos cambiais para operações nas quais o valor total da exposição cambial vendida fosse menor que 1,2 vezes o valor total das exportações realizadas no ano anterior. De acordo com o BCB (2012), o intuito final de tal medidas foi diferenciar o derivativo de caráter especulativo daquele do derivativo utilizado como *hedge* cambial.

Ainda segundo o BCB (2012), a gradual flexibilização das medidas macroprudenciais se fez necessária devido ao crescimento da aversão ao risco por parte dos mercados financeiros a partir de maio de 2012. Neste contexto, o Decreto nº 7.751, de 14 de junho de 2012, em contraposição aos Decretos anteriores – nº 7.699 e nº 7.683 – instituiu a redução de 1800 para 729 dias do prazo mínimo médio para a incidência da alíquota de 6% do IOF sobre os empréstimos externos. Na sequência, o Decreto nº 7.853, de 5 de dezembro de 2012, reduziu este prazo para 360 dias.

Em 30 de janeiro de 2013, com o Decreto nº 7.894, foi reduzida para zero a alíquota do IOF incidente sobre as operações realizadas por estrangeiros para aquisição de cotas de fundos de investimento imobiliário. Já o Decreto nº 8.023, de 4 de junho, reduziu a zero a fração do IOF no ingresso de capital estrangeiro em aplicações de renda fixa negociadas no país¹⁵. Além disso, em 12 de junho de 2013 foi instituído o Decreto nº 8.027 que zerou a alíquota do IOF sobre a ampliação de posição líquida vendida no mercado de derivativos cambiais. Essa “nova” orientação na condução da política cambial foi seguida pela remoção, em 25 de junho de 2013, da alíquota de 60% de depósito compulsório sobre a posição vendida de câmbio das instituições financeiras¹⁶.

Fase 5: O uso intensivo das operações com swaps cambiais (julho de 2013 – março de 2015)

As medidas regulatórias prudenciais, as regulações sobre o mercado de derivativos cambiais e os controles foram sendo progressivamente abandonadas a partir do segundo semestre de 2012. Simultaneamente, a dinâmica da economia mundial passa a indicar uma mudança importante na condução da política monetária americana: o fim das políticas de *quantitative easing*. Dessa forma, diante das pressões no sentido da desvalorização do real frente ao dólar, foi desmontado o aparato regulatório montado para mitigar a valorização cambial, com destaque para os decretos aprovados em meados de 2013, que zeraram o IOF sobre as aplicações de renda fixa por estrangeiro, bem como o IOF antes de 1% sobre os contratos futuros.

O arcabouço da política cambial brasileira a partir de então volta-se, novamente, para o uso de *swaps* cambiais como forma de conter a desvalorização excessiva da moeda brasileira, medida mais *market friendly* em comparação aos controles de capitais e regulação adotadas do início de 2011 até então¹⁷. Dessa forma, em substituição às medidas até então adotadas, o BCB passou a prover oferta diária de liquidez no mercado de câmbio, com retorno das operações com *swaps* cambiais¹⁸. Até então, a autoridade monetária intervinha no mercado de câmbio brasileiro esporadicamente,

¹⁴ Ver notícias relacionadas em: <https://www1.folha.uol.com.br/paywall/adblock.shtml?origin=after&url=https://m.folha.uol.com.br/mercado/2012/11/1189305-nao-temos-banda-cambial-diz-presidente-do-bc.shtml?loggedpaywall> e <https://valor.globo.com/financas/noticia/2012/12/14/dolar-encosta-em-r-209-com-mercado-testando-disposicao-do-bc.ghtml>.

¹⁵ Mais especificamente “*nas liquidações de operações de câmbio contratadas por investidor estrangeiro, para ingresso de recursos no país, inclusive por meio de operações simultâneas, para constituição de margem de garantia, inicial ou adicional, exigida por bolsas de valores, de mercadorias e futuros*” (Decreto nº 8.023).

¹⁶ Carta Circular nº 3.659.

¹⁷ Segundo Araújo e Terra (2018), são diversos os motivos que justificam a utilização de operações com *swaps* cambiais por parte do BCB. Em primeiro lugar, os *swaps* têm um papel importante na formação de expectativas ao passo em que podem incentivar investimentos e criar segurança contra o risco para agentes. Ademais, a influência que os *swaps* exercem sobre o comportamento da moeda estrangeira pode contribuir para alterações na liquidez do mercado de câmbio.

¹⁸ Por meio do Comunicado nº 24.370, de 22 de agosto de 2013.

mas com tais medidas, este tipo de intervenção passa a se dar de forma sistemática¹⁹. Nesse cenário, a posição líquida do BCB em contratos de *swap* cambial passou de zero, ao final de maio, para US\$ 74,903 bilhão no final de 2013.

Tal política foi estendida em 18 de dezembro de 2013, a partir do Comunicado nº 25.003. Na perspectiva da autoridade monetária brasileira, o aprofundamento de tal medida se fazia necessária ao passo em que ainda era significativa a necessidade de proteção cambial por parte dos agentes econômicos. Logo, como meio de promoção de *hedge* cambial e de suprimento de liquidez ao mercado de câmbio, tal medida estipulou que o programa de leilões de *swap* cambial e de venda de dólares com compromisso de recomprar duraria até (pelo menos) 30 de junho de 2014.

Ao longo de 2014, houve a continuidade do programa de leilões de *swaps* cambiais e venda de dólares iniciado em meados de 2013²⁰. O prolongamento desta política foi caracterizado pela i) realização de leilões de *swaps* de segunda a sexta-feira, com oferta da ordem de US\$ 200 milhões ao dia; ii) realização de leilões de venda de dólares com compromisso de recompra em função das condições de liquidez do mercado de câmbio; iii) e pela possibilidade do Banco Central realizar operações adicionais de venda de dólares sempre que julgar necessário (BCB, 2014).

Além disso, através do Decreto nº 8.263, de 4 de junho de 2014, o prazo médio mínimo dos ingressos de recursos externos sujeitos à alíquota de 6% de IOF foi reduzido de 360 para 180 dias. Dessa forma, a alíquota de IOF foi reduzida para zero no caso das operações com prazo médio maior que 180 dias. De acordo com a autoridade monetária brasileira, esta medida teve como objetivo facilitar a captação de recursos externos para investimento e a entrada de dólares, bem como conter o movimento de desvalorização do real. De modo geral, essa medida complementou a tendência ao abandono do aparato regulatório montado a partir de 2009 e aprofundado entre 2011 e o primeiro semestre de 2013.

Em dezembro de 2014, sob justificativa da necessidade da continuidade da promoção de *hedge* cambial e liquidez ao mercado de câmbio, o BCB anunciou o terceiro prolongamento do prazo do programa de leilões. O novo prazo passou a ser de 2 de janeiro a até, pelo menos, 31 de março de 2015, com alteração no valor da oferta diária dos leilões de *swaps*, que passou de US\$ 200 milhões para US\$ 100 milhões. Como consequência, o estoque de *swap* cambial tradicional registrou um movimento de crescimento constante, de modo que passou de US\$ 75,1 bilhões ao final de 2013 para US\$ 109,6 bilhões ao final de 2014 (BCB, 2014).

Já o início do segundo mandato do governo Dilma Rousseff foi marcado pelo fim do programa de leilões de *swaps* cambiais, iniciado em 2013. A partir desse momento, as intervenções com *swaps* no mercado de câmbio brasileiro deixam de ser sistemáticas e passam a ocorrer de forma mais esporádica, dependendo das condições do mercado.

Fase 6: Política cambial sai de cena (abril 2015 até 2018)

O segundo governo Dilma Rousseff apresentou uma inflexão na política econômica. No campo da política cambial, essa inflexão foi visualizada, conforme apontado anteriormente, pelo fim do programa de leilões de *swaps* e pelo caráter menos atuante da política cambial a partir de então. Essa nova perspectiva contribuiu para a tendência de desvalorização do real, que já vinha sendo observada desde o segundo semestre de 2014, e é intensificada de tal forma que, a taxa de câmbio média em janeiro de 2015 é de R\$ 4,95/US\$, em contraposição a taxa de R\$ 2,63/US\$ no mesmo mês em 2014. Ou seja, houve, neste ano, uma desvalorização superior a 50% da moeda brasileira em relação ao dólar²¹.

A partir de março de 2015, sem novas ofertas de *swaps* cambiais, mas com renovação integral das operações vincendas, o estoque nacional de *swaps* cambiais chegou a US\$ 108,1 bilhões (frente a US\$ 109,6 bilhões ao final de 2014). Além disso, o BCB também ofertou linhas de venda de dólar com compromisso de recompra, sendo que o estoque dessas linhas correspondeu a US\$ 12,3 bilhões em dezembro de 2015, 16,9% maior ao do ano anterior (BCB, 2015).

Já em 2016, em decorrência do abandono da política de intervenções, o estoque de *swaps* cambiais no final do ano foi de US\$ 26,5 bilhões, ou seja, houve uma redução de US\$ 81,5 bilhões em relação ao mesmo período do ano anterior. Nesse ano, apesar do dólar ter atingido seu maior valor histórico em 21 de janeiro, de R\$ 4,16, a partir de março o real passou a sofrer apreciação em relação ao dólar. Dessa forma, o BCB voltou a utilizar os *swaps* reversos, o que contribuiu ainda mais para a diminuição do estoque de *swaps* tradicionais. De acordo com o Relatório de

¹⁹ Esta não foi primeira vez que o BCB utilizou esse tipo de instrumento para conter a depreciação do real. Em meados de 2001, no contexto da crise argentina, o BCB realizou a venda de US\$ 50 milhões diários, operação que durou até o fim de 2001. Tal política ficou conhecida como “ração” diária e foi novamente utilizada em 2002 no contexto do agravamento da crise cambial.

²⁰ Este programa foi prorrogado, em 24 de junho, para o período de 1º de julho a até pelo menos 31 de dezembro de 2014.

²¹ Ver Rossi e Mello (2017).

Estabilidade Financeira do BCB (2016, p. 11), “a partir de março, com a melhora do cenário externo e a apreciação do real, o Banco Central do Brasil (BCB) reduziu significativamente o estoque de swaps cambiais”.

O caráter pontual das intervenções da autoridade monetária no mercado de câmbio brasileiro continuou ao longo de 2017, sendo utilizadas de acordo com as demandas apresentadas, no curto prazo, pelo mercado. Dessa forma, destaca-se o mês de maio de 2017, o qual constituiu-se como o período de maior instabilidade política vivenciada pelo governo Temer²². Diante dos efeitos trazidos pelas incertezas políticas para o mercado financeiro, a autoridade monetária recorre, novamente, ao uso de *swaps* tradicionais.

A respeito disso, entre os dias 18 e 23 de maio, os leilões de *swap* cambial tradicionais atingiram US\$ 10 bilhões, sendo que o estoque total de *swap* cambial equivaliu ao montante de US\$ 27,8 bilhões. Tal medida foi adotada para diminuir os riscos no contexto de elevado incerteza – em decorrência, sobretudo, da crise política – e para prover liquidez aos agentes financeiros. Ao longo do ano, no entanto, não houve intervenções significativas da autoridade monetária no mercado de câmbio.

As intervenções com *swaps* cambiais foram novamente realizadas apenas um ano depois, em maio de 2018, diante da disparada do dólar. Neste ano, muito em função das expectativas de mudanças na taxa de juros dos Estados Unidos, das tensões globais envolvendo a “guerra comercial” entre Estados Unidos e China, bem como das expectativas existentes em torno da renovação de governo e da realização das reformas econômicas, observou-se um movimento contínuo de desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar. Nesse sentido, em maio de 2018, as ofertas de leilões de *swap* passaram de US\$ 250 milhões para US\$ 750 milhões. Já em 30 de agosto deste mesmo ano, o BCB realizou um leilão extra de US\$ 1,5 bilhão em contratos de *swaps* cambiais, quando a cotação diária do dólar chegou a R\$ 4,21/US\$. De acordo com a autoridade monetária, tais medidas seriam necessárias para a promoção da liquidez e a garantia do bom funcionamento do mercado cambial.

A condução da política cambial brasileira nessa fase, portanto, ocorreu ao sabor dos eventos conjunturais. Não foram realizadas mudanças significativas no aparato regulatório do mercado de câmbio ou programas de intervenção significativos e duradouros, como observado em outras fases precedentes.

3. O PADRÃO DE FLUTUAÇÃO CAMBIAL AO LONGO DAS SEIS FASES

A partir das seis fases descritas anteriormente, essa seção tem como objetivo caracterizar o padrão de flutuação cambial em termos de i) volatilidade cambial e ii) da correlação entre a taxa de câmbio R\$/US\$ e o ciclo de liquidez. O objetivo não é fazer uma análise estatística exaustiva, tampouco indicar causalidade entre a política cambial e o padrão de flutuação, mas apenas caracterizar as fases de política cambial.

Nesse sentido, a Tabela 2 apresenta os resultados de variação percentual, desvio padrão, média da amplitude diária²³, média do módulo de variação percentual diária e correlação entre a taxa de câmbio e o ciclo de liquidez internacional, representado pelo VIX, para cada uma das seis fases de política cambial²⁴.

Tabela 2 – Indicadores de volatilidade da taxa de câmbio (real/dólar) e correlação com o ciclo de liquidez

Fases da política cambial	Fase 1	Fase 2	Fase 3	Fase 4	Fase 5	Fase 6
Período	04/01/99 a 31/12/02	02/01/03 a 31/12/07	02/01/08 a 31/12/10	03/01/11 a 28/06/13	01/07/13 a 31/03/15	02/01/15 a 31/12/18
Variação percentual	192,5%	-49,7%	-5,9%	34,2%	43,8%	43,9%
Desvio Padrão	0,01272	0,00778	0,01227	0,00735	0,00815	0,00997
Média da amplitude diária	0,0155	0,0128	0,0173	0,0109	0,0134	0,0148
Média do módulo de variação percentual diária	0,806%	0,560%	0,786%	0,503%	0,605%	0,717%
Correlação entre VIX e taxa de câmbio R\$/US\$	0,527	0,405	0,852	-0,355	0,331	0,483

Fonte: Banco Central do Brasil; Investing.com; CBOE. Elaboração própria.

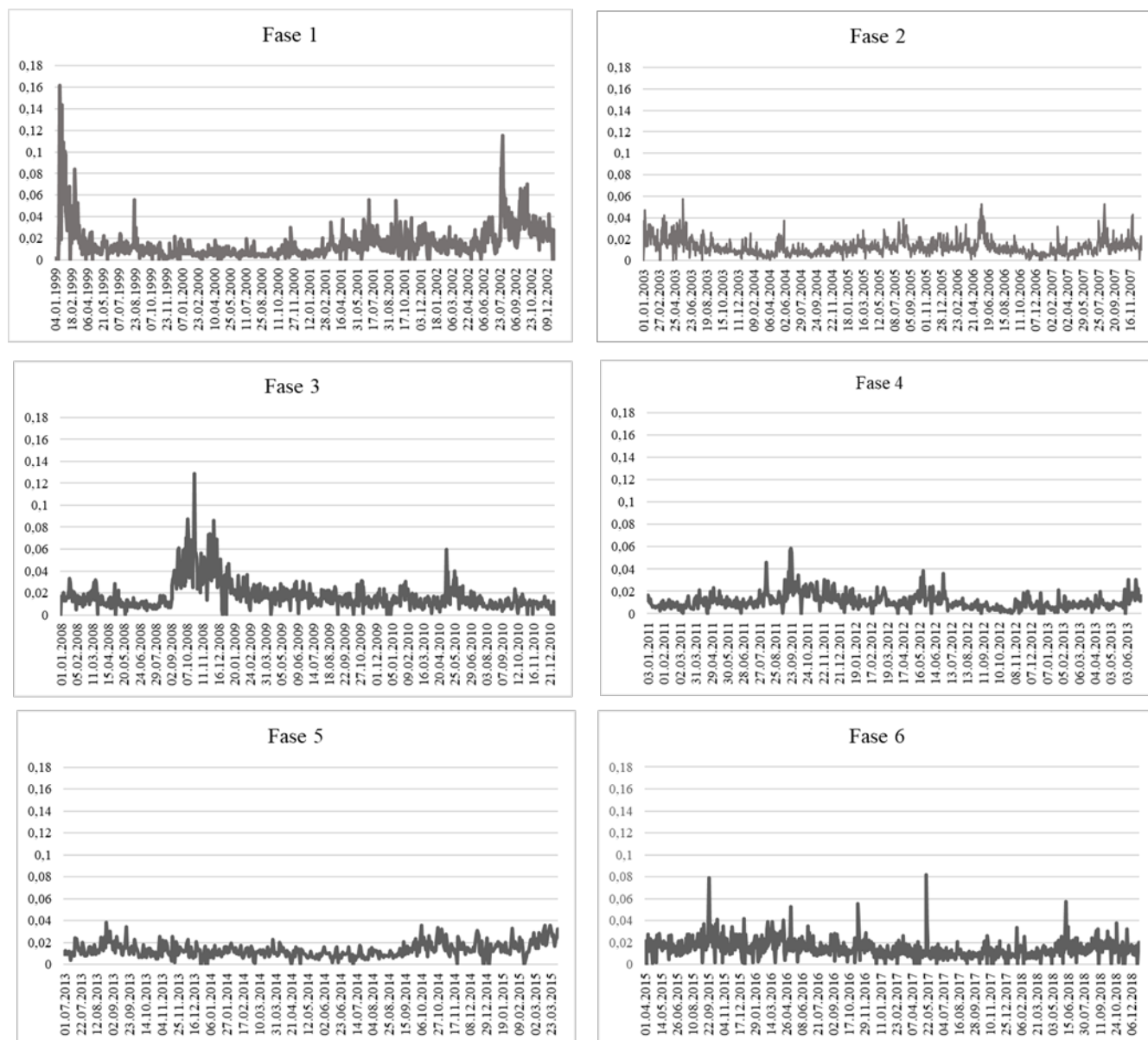
²² Data da divulgação do áudio entre Temer e Joesley Batista.

²³ A amplitude diária é medida conforme De Conti (2011), trata-se da diferença entre a taxa máxima e a taxa mínima dividida pela média do dia.

²⁴ Sobre o uso de medidas de volatilidade cambial ver Ramos (2016) e De Conti (2011). O VIX foi usado como proxy do ciclo de liquidez conforme indicrossiado por Rey (2015), Bruno e Shin (2015) e Ramos (2016).

A partir dos indicadores de volatilidade, observa-se que a fase que apresentou a menor volatilidade cambial foi a 4, justamente a fase de uso mais intensivo dos instrumentos de política cambial, seguida da Fase 5 caracterizada pelos programas de *swap* cambial. Por outro lado, a maior volatilidade cambial é observada na Fase 1, seguida das fases 3 e 6, associadas à instabilidade política (Fase 1), crise internacional (Fase 4) e à crise econômica e liberalização cambial (Fase 6). As três fases estão associadas a fortes movimentos de desvalorização cambial. Como mostra a Figura 1, a volatilidade nas fases 1 e 3 é mais concentrada em momentos específicos do tempo, enquanto na Fase 6 é mais distribuída, considerada a amplitude das variações diárias.

Figura 1 – Amplitudes das variações cambiais para cada fase de política cambial



Fonte: Investing.com. Elaboração própria.

A partir da análise da Tabela 2, também é possível observar que a Fase 3 é aquela que apresenta a maior correlação entre a taxa de câmbio e VIX. Apesar de uma volatilidade mais baixa, essa fase se caracterizou por uma forte apreciação cambial que segue o movimento do aumento da liquidez internacional. Esse indicador também mostra que a Fase 4 é a única das seis fases que apresenta correlação negativa entre taxa de câmbio e o VIX. Esse resultado é um indicativo de que o uso mais intenso dos instrumentos de política cambial pode descolar a flutuação cambial do ciclo de liquidez internacional.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo das duas últimas décadas de experiência de regime de câmbio flutuante, o Brasil testemunhou um uso muito diverso de instrumentos de política cambial e a moeda brasileira vivenciou momentos muito distintos em termos de estabilidade e padrão de flutuação. Esse artigo buscou sistematizar e periodizar essa experiência em seis fases distintas ao destacar as especificidades do uso de instrumentos de política cambial e das mudanças no quadro regulatório e ao avaliar o padrão de flutuação cambial em cada período.

Destaca-se, nesse contexto, a fase que se estende de janeiro de 2011 a junho de 2013 (Fase 4), a qual apresentou ineditismo de um conjunto de medidas e uso mais ativo da política cambial, além de menor volatilidade cambial e aparente dissociação do ciclo de liquidez internacional. Dessa forma, o uso de instrumentos de política cambial voltados simultaneamente para os mercados primário, interbancário e de derivativos parecem ter contribuído para a maior estabilidade cambial do período.

Por fim, a experiência recente com a política cambial deve ser considerada para a compreensão da dinâmica cambial brasileira e para construção de políticas que amenizem a volatilidade da cotação da moeda brasileira e a sua ligação com o ciclo de liquidez internacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABOUCHEID, S. C. (2018). Política cambial nos países emergentes: uma perspectiva keynesiana-estruturalista. Tese de doutorado - IE/ UNICAMP.
- ALAMI, I. (2019). Taming Foreign Exchange Derivatives Markets? Speculative Finance and Class Relations in Brazil. *Development and Change*.
- ARAÚJO, L. V.; GENTIL, D. L. (2011). “Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional”. *Textos para discussão, IPEA*, n. 1602.
- ARAÚJO, L. V. L.; TERRA, F. H. B. (2018). A dinâmica da taxa de câmbio face às operações swap no Brasil (2002-2015): uma interpretação pós-keynesiana. *Nova Economia*, v. 28, n. 3, p. 745-777.
- BCB. (2002). Relatório Anual, v. 38, p. 1-298. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2002/rel2002p.pdf>.
- _____. (2008). Relatório Anual, v. 44, p. 1-253. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2008/rel2008p.pdf>.
- _____. (2011). Relatório Anual, v. 47, p. 1-224. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2011/rel2011p.pdf>.
- _____. (2012). Relatório Anual, v. 48, p. 1-225. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2012/rel2012p.pdf>.
- _____. (2014). Relatório Anual, v. 50, p. 1-230. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2014/rel2014p.pdf>.
- _____. (2015). Relatório Anual, v. 51, p. 1-224. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2015/rel2015p.pdf>.
- _____. (2016). Relatório de Estabilidade Financeira, v. 15, n.2, p. 1-84. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2016_09/refPub.pdf.
- BRUNO, V.; SHIN, H. S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, v. 71, p. 119-132.
- CAGNIN, R. F., & FREITAS, M. C. P. (2015). Tributação das transações financeiras: a experiência brasileira com o IOF e a CPMF. *Análise Econômica*, 33(63). P. 139-169.
- CAIVO, G. A.; REINHART. (2000). Fear of floating. *National Bureau of Economic Research*.
- DE CONTI, B. M. (2011). Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Tese de doutorado - IE/ UNICAMP.
- FARHI, M. (2006). O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil. In: CARNEIRO, R. (Org.). A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula. São Paulo: Unesp, 2006.
- MELLO, G.; ROSSI, P. (2017). Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. *Textos para discussão*, Instituto de Economia UNICAMP, n. 309.

- MOREIRA, T. B.S.; SOARES, F. A. R. (2010). "A crise financeira internacional e as políticas anticíclicas no Brasil". *Tema III: Política Fiscal e a Crise Econômica Internacional. Finanças Públicas – XV Prêmio Tesouro Nacional*, p. 1-69.
- PAULANI, L. M. (2003). Brasil delivery: a política econômica do governo Lula. *Revista de Economia Política*, 23(4), 92.
- PRATES, D. M. (2015). O regime de câmbio flutuante no Brasil: 1999 – 2012: especificidades e dilemas. IPEA.
- PRATES, D. M.; FRITZ, B. (2016). Beyond capital controls: regulation of foreign currency derivatives markets in the Republic of Korea and Brazil after the global financial crisis. *Cepal Review*.
- PRATES, D. M.; PAULA, L. F. D. (2017). Capital account regulation in Brazil: an assessment of the 2009-2013 period. *Brazilian Journal of Political Economy*, 37(1), p. 108- 129.
- RAMOS, R. (2016). Financialization and its Implications on the Determination of Exchange Rates of Emerging Market Economies. Tese de doutorado - IE/ UNICAMP.
- REY, H. (2015). Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", *NBER Working Paper*, n. 21162.
- ROSSI, P. (2014). Especulação e arbitragem no mercado brasileiro de câmbio futuro. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 18, n. 1, p. 84-98.
- ROSSI, P. (2015). Política cambial no Brasil: um esquema analítico. *Revista de Economia Política*, v. 35, n.4.
- ROSSI, P. (2016). Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação. Editora FGV.
- ROSSI, P. MELLO, G. (2017). Choque Recessivo E A Maior Crise Da História 2017, Nota do Centro de Estudo de Conjuntura e Política Econômica IE/UNICAMP, n.1, de abril de 2017. Disponível em: http://www3.econ.unicamp.br/images/arquivos/NotaCecon1_Choque_recessivo_2.pdf
- ROSSI, P.; PRATES, D. M. (2013). Financiamento às exportações no Brasil. *Análise Econômica*, 31 (59).