

ECONOMISTAS



Fluxos de capitais, regulação e tributação no Brasil

Panorama das contas externas

Marcos Antonio Macedo Cintra
Giuliano Contento de Oliveira

Tributação das transações financeiras

Rafael Cagnin
Maria Cristina Penido

Mercado de câmbio e regulação dos derivativos

Daniela Magalhães Prates

EXPEDIENTE

CONSELHO FEDERAL DE ECONOMIA COFECON

SETOR COMERCIAL SUL,
QUADRA 02, BLOCO B, SALA 501
EDIFÍCIO PALÁCIO DO COMÉRCIO
70.318-900 - BRASÍLIA - DF
(61) 3208-1800

COFECON@COFECON.ORG.BR
WWW.COFECOM.ORG.BR



PRESIDENTE

Paulo Dantas da Costa

VICE-PRESIDENTE

Wellington Leonardo da Silva

CONSELHEIROS EFETIVOS

Antonio Eduardo Poleti
Celina Martins Ramalho
Eduardo José Monteiro da Costa
Erivaldo Lopes do Vale
Fábio José Ferreira da Silva
Fabiola Andréa Leite de Paula
Francisco Assunção e Silva
João Manoel Gonçalves Barbosa
José Luiz Amaral Machado
Júlio Alfredo Rosa Paschoal
Júlio Miragaya
Luiz Alberto de Souza Aranha Machado
Odisnei Antonio Bega
Nelson Pamplona da Rosa
Paulo Dantas da Costa
Róridan Penido Duarte
Sebastião Demuner
Wellington Leonardo da Silva

CONSELHEIROS SUPLENTES

Airton Soares Costa
Antonio Eduardo Nogueira
Carlos Henrique Tibiriçá Miranda
Denivaldo Targino da Rocha
Dilma Ribeiro de Sousa Pinheiro
Edson Nogueira Fernandes Jr.

José Antônio Lutterbach Soares
José Emílio Zambom da Silva
Lourival Batista de Oliveira Júnior
Marcelo Martinovich dos Santos
Mônica Beraldo Fabricio da Silva
Nei Jorge Correia Cardim
Paulo Brasil Corrêa de Mello
Paulo Roberto Lucho
Paulo Salvatore Ponzini
Valery Maineri König
Vicente Ferrer Augusto Gonçalves

COMITÊ EDITORIAL

Paulo Dantas da Costa
Wellington Leonardo da Silva
Júlio Miragaya

COMISSÃO DE COMUNICAÇÃO

Júlio Miragaya (Coordenador)
Carlos Roberto de Castro
Celina Martins Ramalho
Erivaldo Lopes do Vale

JORNALISTA

Manoel Castanho (MTb 7014-DF)
Solon Dias (MTb 1100-DF)

PROJETO GRÁFICO E EDITORAÇÃO

Área Comunicação

TIRAGEM

10.000 exemplares

EDITORIAL

Apresentamos a edição número 14 da revista, cujo tema nos é muito caro: um debate sobre os fluxos de capitais internacionais. Atualmente cerca de US\$ 5 trilhões circulam diariamente no mercado internacional, sendo que a maior parte é formada por capital especulativo.

Na década de 1960 o economista norte-americano James Tobin apresentou um estudo sobre a intensa movimentação de capitais, chegando a propor um instrumental tributário que passou a ser conhecido como “imposto Tobin”. O economista buscava, desta forma, diminuir a volatilidade das operações e penalizar aquelas de caráter puramente especulativo.

A partir de então, muitos passaram a assimilar a ideia de Tobin com o objetivo de atenuar as deformações sociais do mundo. Dois ex-presidentes brasileiros, Luiz Inácio Lula da Silva e Fernando Henrique Cardoso, defenderam, com expressivas participações em fóruns internacionais, a criação de mecanismos tributários que incidissem sobre a movimentação da riqueza global na expectativa de que os fundos arrecadados fossem usados para fins sociais.

O debate conta com três artigos: Marcos Cintra e Giuliano Contento de Oliveira escrevem sobre as contas externas brasileiras; Rafael Cagnin e Maria Cristina Penido de Freitas discutem a tributação das transações financeiras no Brasil; e Daniela Prates debate a regulação dos derivativos cambiais. Além disso, Fábio José Ferreira da Silva questiona se o Brasil encontra-se em pleno emprego e Fernando de Aquino Fonseca Neto discute o bem-estar como finalidade da ciência econômica.

Finalmente, não poderíamos deixar de informar sobre o andamento do mais importante anseio da categoria, que é a atualização de sua legislação profissional. O Projeto de Lei do Senado 658/07 esteve na pauta da Comissão de Assuntos Sociais no mês de maio e será tema de uma audiência pública, sem data prevista. O Cofecon acompanha de perto cada trâmite deste projeto, que é vital para a categoria na medida em que delimita de forma clara o campo de atuação profissional do Economista.

Boa leitura!

**PAULO DANTAS
DA COSTA**

Presidente



UM PANORAMA DAS CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS: 2007-2014

1. INTRODUÇÃO



MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA¹



GIULIANO CONTENTO DE OLIVEIRA²



O expressivo aumento das reservas internacionais brasileiras, sob regime cambial de “flutuação suja”, a introdução de controles sobre os fluxos de capitais e o baixo grau de exposição dos agentes financeiros domésticos ao conjunto de ativos que contaminou o sistema financeiro dos países centrais certamente concorreram para viabilizar a execução das políticas econômicas anticíclicas após a crise global de 2008. A fragilidade externa da economia brasileira, no entanto, não desapareceu. Persistiu a inconversibilidade do real, a renitente perda de competitividade das exportações de manufaturados – com destaque àqueles mais intensivos em tecnologia e conhecimento – e a ampliação do passivo externo mais volátil.

Este artigo tem o objetivo de discutir as contas externas da economia brasileira ao longo de 2007-2014, à luz do comportamento dos fluxos internacionais de capitais para os países em desenvolvimento. Sustenta-se que, a despeito do elevado patamar das reservas internacionais, o progressivo déficit em transações correntes, em contexto de baixo crescimento econômico, e a crescente dependência de recursos provenientes da conta financeira do balanço de pagamentos apontam a existência de riscos que precisam ser considerados e devidamente monitorados pelas autoridades econômicas.

O artigo está organizado em duas seções, além desta breve introdução e das considerações finais. A seguir, são apresentadas as características predominantes dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento, após a crise de 2008. Depois disso, são delineadas as principais tendências do balanço de pagamentos e dos estoques de ativos e passivos externos do país entre 2007 e junho de 2014.

1. Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Universidade de Campinas (IE/Unicamp) e pesquisador do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea).

2. Doutor em economia pelo Instituto de Economia (IE/Unicamp) e professor na mesma instituição.

2. FLUXOS DE CAPITAIS PARA OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

Historicamente, os fatores externos (*push factors*) têm sido os principais determinantes dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento. As condições monetárias nos países desenvolvidos, com destaque ao país emissor da divisa-chave, os Estados Unidos, cumprem papel decisivo tanto na direção como na magnitude dos fluxos internacionais de capitais destinados às economias em desenvolvimento. A expansão da liquidez internacional e a redução da aversão ao risco dos investidores globais, dessa forma, condicionam o comportamento do ‘dinheiro em busca de retorno’ (*money chasing yields*).

Todavia, distintos fatores internos aos países em desenvolvimento (*pull factors*) também fomentam os ingressos de recursos externos. O maior ou menor grau de abertura financeira, o diferencial entre os juros internos e externos, os riscos dos ativos emitidos por empresas, bancos e governos dos países em desenvolvimento são fatores que impulsionam os fluxos de capitais. Contextos de dinamismo econômico nos países em desenvolvimento podem ensejar, ainda, expectativas de valorização dos ativos e de apreciação cambial,³ estimulando empréstimos, emissões de dívidas, investimentos nos mercados de capitais domésticos (ações e títulos da dívida pública) e de derivativos. Podem concorrer para desencadear, ademais, a ampliação dos fluxos de Investimento Direto Externo (IDE).

A retração dos fluxos de capitais para as economias em desenvolvimento que se seguiu à crise sistêmica desencadeada pela falência do banco de investimento Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, foi relativamente efêmera (Prates e Cintra, 2011). No final do primeiro trimestre de 2009, os capitais voltaram a fluir para essas economias em busca de rendimentos em um contexto de taxas de juros próximas de zero

nos países desenvolvidos e expansão da liquidez nos mercados financeiros internacionais.

As políticas monetárias e fiscais anticíclicas nos países desenvolvidos e em desenvolvimento atenuaram a intensidade da Grande Recessão e deram origem ao quarto período de expansão da liquidez internacional desde o colapso do regime de Bretton Woods, entre 1971-1973. Os três primeiros ocorreram: i) em meados da década de 1970, com a fase altista se revertendo com a crise da dívida externa de 1981-1982, período em que os bancos internacionais eram as principais fontes de crédito para os países em desenvolvimento, com taxas de juros flutuantes; ii) na década de 1990, cuja fase baixista se estendeu da crise dos países asiáticos até meados de 2002, quando assumiram relevância crescente as operações dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento, *hedge funds*, fundos *private equity*, fundos soberanos, etc.); iii) entre 2003 e 2008, com seu auge em 2007-2008 e sua fase de baixa durante o último trimestre de 2008 e o primeiro de 2009.⁴ No início do quarto ciclo, o retorno dos fluxos foi seletivo, beneficiando, sobretudo, economias asiáticas e latino-americanas com melhores contas externas e fiscais e que superaram rapidamente o efeito-contágio da crise (devido à menor dependência das exportações como fonte de demanda e/ou às políticas anticíclicas adotadas, caso do Brasil⁵ e da Índia). Nas economias do Leste Europeu e da Comunidade dos Estados Independentes, que haviam sido as mais atingidas por esse efeito devido à maior vulnerabilidade externa, as condições de custo e de acesso continuaram menos favoráveis.

A partir do segundo semestre de 2009, com a queda adicional da aversão ao risco propiciada pelas condições mais favoráveis nos mercados financeiros globais, esse movimento ganhou impulso e, ao longo de 2010, generalizou-

3. Exceto em países com taxas de câmbio fixas ou com controles estritos sobre os fluxos de capitais, tais como Hong Kong e China.

4. Para uma discussão detalhada destes ciclos, ver Akyüz (2011).

5. Para uma discussão das medidas anticíclicas implementadas pelo governo brasileiro, ver Barbosa e Souza (2010), Barbosa (2013), Chianamea, Calixtre e Cintra (2010) e Araujo e Cintra (2010).

se, passando a envolver, de forma praticamente indiscriminada, o conjunto de divisas e ativos dos países em desenvolvimento, inclusive aqueles com maior fragilidade externa e fiscal, ou seja, com os piores “fundamentos”. A seletividade foi substituída pela não diferenciação dos riscos (comum nas fases altistas dos ciclos anteriores), associada, mais uma vez, a impulsos adicionais originados nos países desenvolvidos: a crise da dívida soberana dos países-membros do euro (que beneficiou os ativos emergentes, ao elevar o risco de um grupo de países desenvolvidos) e, principalmente, a segunda rodada da política de ‘afrouxamento quantitativo’ (*quantitative easing 2*, QE2) do Federal Reserve, a partir de novembro de 2010. Seguramente, a conjuntura macroeconômica nas economias em desenvolvimento – retomada do crescimento, preços das *commodities* em alta, aceleração de projetos de investimento em estruturas produtivas e em infraestrutura, expansão da renda das classes médias – também contribuiu para a nova rodada de influxo de capitais externos.

No início de 2010, os bancos centrais de diversas economias em desenvolvimento, inclusive a brasileira, começaram a elevar suas taxas de juros básicas em resposta às pressões inflacionárias decorrentes do aquecimento da atividade econômica e da alta dos preços das *commodities* – fortemente condicionada pela especulação nos mercados futuros, fomentada pelas condições monetárias lassas, pela demanda asiática sob liderança da China e por choques de oferta.⁶ Passou-se a observar, também, a introdução de medidas macroprudenciais, destinadas a conter o ritmo de expansão do crédito doméstico pelos sistemas financeiros nacionais e a crescente conexão com o sistema financeiro internacional (amplo espectro de instrumentos de controle da conta financeira). Em diversas economias, as restrições impostas aos fluxos de capitais procuravam conter, adicionalmente, a trajetória de apreciação das taxas de câmbio, de sorte a

evitar efeitos negativos sobre as exportações.

Nesse contexto, os ganhos esperados das operações de *carry trade* aumentaram, tanto devido ao maior diferencial de juros como às expectativas de apreciação cambial.⁷ No primeiro semestre de 2011, essas operações também foram estimuladas pela depreciação do dólar em relação ao euro (associada às expectativas de elevação da taxa de juros básica pelo Banco Central Europeu devido à alta da inflação acima da meta de 2% a.a.).

“ As condições monetárias nos países desenvolvidos cumprem papel decisivo na direção e na magnitude dos fluxos internacionais para as economias em desenvolvimento. ”

Enfim, em um primeiro momento, o retorno desses fluxos possibilitou a reversão das depreciações cambiais registradas no período mais agudo da crise, a retomada das estratégias de acumulação de reservas pelos bancos centrais de diversos países em desenvolvimento e o

6. Sobre os mercados de *commodities*, ver Unctad (2011), Prates (2011), Mayer (2010), Shulmeister (2009) e Unctad (2008).

7. As operações de *carry trade* consistem em tomar empréstimos em moedas que apresentam taxas de juros baixas e aplicar esses recursos em moedas com elevadas taxas de juros. Ver, entre outros, Rossi (2010).

relaxamento das restrições externas ao crescimento nos países com déficits em transações correntes (Cintra e Prates, 2011; Oliveira, 2011). Em um segundo momento, contudo, gerou desequilíbrios macroeconômicos e financeiros na maioria das economias receptoras, tais como expressiva apreciação das taxas de câmbio (com impactos deletérios sobre a competitividade das exportações); pressão fiscal, ensejada pelas intervenções cambiais realizadas pelos bancos centrais para evitar movimentos de apreciação ainda mais acentuados da taxa de câmbio; e bolhas nos mercados de crédito, de ativos e de moedas.

Neste contexto de ampla liquidez internacional, o Fundo Monetário Internacional (FMI) divulgou diversos documentos sobre a gestão dos fluxos de capitais pelos países em desenvolvimento, recomendando o uso de controles sobre a conta financeira, após o esgotamento das diversas opções de política macroeconômica.⁸ Os dilemas enfrentados por esses países no *boom* recente revelaram, mais uma vez, a capacidade limitada das políticas macroeconômicas convencionais para evitar os efeitos indesejáveis de elevados fluxos de recursos de curto prazo em um ambiente de ampla mobilidade de capitais. Restou aos países “emergentes” o uso de “soluções domésticas” e, frequentemente, “alternativas”, reforçando as linhas de defesa contra os efeitos instabilizadores da abundância de capitais internacionais. Em abril de 2013, o Federal Reserve sinalizou a

normalização da política monetária ultraexpansionista, desencadeando um movimento de refluxo dos capitais e uma contração repentina da liquidez mundial. A escassez relativa de dólares elevou as taxas de juros e reduziu o volume das captações internacionais (dívidas e empréstimos) dos países em desenvolvimento. Ademais, concorreu para desvalorizar as moedas de diversos países, sobretudo daqueles mais vulneráveis por conta de condições internas, tais como baixo dinamismo do produto e do investimento, alta dos preços domésticos e déficits em transações correntes do balanço de pagamentos. As moedas da Índia, do Brasil, da Turquia e da África do Sul foram as que mais perderam valor em relação ao dólar nesse período. Juntamente com a Indonésia, estes países apareceram na lista dos *fragile five*, os quais foram forçados a elevar as taxas de juros e a intervir nos mercados de câmbio.

Nos primeiros meses de 2014, os fluxos de capitais retomaram a busca de oportunidades de ganhos de curto prazo, jogando com diferenciais de juros e expectativas de surtos de valorização-desvalorização das moedas dos países em desenvolvimento. O apetite ao risco ocorreu em um ambiente de exacerbação dos desequilíbrios e desaceleração econômica nos países em desenvolvimento. A trajetória de baixo crescimento mundial passou a constar nas projeções do FMI (2014): expansão de 4,6% para os países em desenvolvimento e de 1,8% para as economias avançadas em 2014.

3. AS CONTAS EXTERNAS DA ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 2007 E 2014

As contas externas brasileiras apresentaram modificações importantes entre 2007 e 2014. Essas mudanças podem ser verificadas tanto a partir da

análise dos dados do balanço de pagamentos como da posição internacional de investimentos. Esta seção objetiva realizar essa discussão.

8. Ver Ostry et al. (2011), Eyzaguirre et al. (2011), Pradhan et al. (2011) e FMI (2011). Para uma discussão mais ampla sobre os instrumentos de gestão da conta de capitais, ver IPD (2011).

3.1. PANORAMA GERAL DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Nesse contexto de instabilidade do crescimento econômico mundial e ampla liquidez dos mercados financeiros internacionais, as contas externas brasileiras apresentaram resultado positivo, mas os desequilíbrios foram se ampliando ao longo do período (Tabela 1). O desempenho da balança comercial retratou este processo: o saldo de US\$ 40 bilhões em 2007 se reduziu a US\$ 2,6 bilhões em 2013. No primeiro semestre de 2014, registrou-se um déficit de US\$ 2,5 bilhões. Diante da mudança de preços relativos, favorecendo o agronegócio e a mineração, por um lado, e a reação modernizante e/ou defensiva do setor manufatureiro, por outro, observou-se uma ampliação progressiva dos vazamentos para o exterior, sobretudo para a Ásia, de uma parte relevante do impulso proveniente da expansão do mercado interno (Pinto, 2010; Bielschowsky, Squeff e Vasconcelos, 2014). Na esteira deste processo, a indústria manufatureira brasileira tem se transformado, de maneira crescente, em uma “maquiladora para dentro” – por meio da importação de peças, componentes e produtos finais, sobretudo do complexo eletroeletrônico, automobilístico e farmacêutico (Medeiros, 2014; Arend, 2014). Ao contrário do México, por exemplo, que montou “maquiladoras para fora”. Com efeito, o saldo da balança comercial da indústria manufatureira brasileira tornou-se crescentemente negativo: US\$ 105 bilhões em 2013 (IEDI, 2013). Isso explica a deterioração do saldo comercial mesmo em contexto de elevados preços das *commodities*.

Na subconta “serviços e rendas”, o déficit foi crescentemente ampliado, de US\$ 42,5 bilhões em 2007, para US\$ 87 bilhões em 2013, decorrente da deterioração tanto da conta “rendas” – que saltou de US\$ 29,3 bilhões para US\$ 39,8 bilhões –, como da conta “serviços” – que passou de US\$ 13,2 bilhões para US\$ 47,3 bilhões. O resultado negativo na rubrica “rendas” decorreu do desempenho das “rendas de investimento”, refletindo,

em grande medida, uma característica estrutural da economia brasileira, qual seja, o crescente grau de internacionalização produtiva e financeira. Por sua vez, o déficit na conta “serviços” refletiu a alta dos gastos com aluguel de equipamentos, transportes e “viagens internacionais”. A conta “serviços empresariais, profissionais e técnicos” registrou superávit em todo o período. Processo semelhante ocorreu com as “transferências unilaterais correntes” – remessas de trabalhadores brasileiros no exterior. Estes resultados, no entanto, foram insuficientes para enfrentar os gastos crescentes em serviços e rendas.

Diante disso, as transações correntes passaram de um pequeno superávit em 2007, de US\$ 1,6 bilhão, para déficits crescentes, atingindo US\$ 81,1 bilhões em 2013 (Tabela 1). Este déficit tornou-se preocupante não somente por sua dimensão e trajetória, mas também pela mudança na sua composição e pelo contexto de baixo crescimento em que passou a ocorrer.⁹ Após a crise global de 2008, a deterioração do saldo em transações correntes ocorreu de forma mais intensa e acelerada, com a redução do saldo positivo da balança comercial e o expressivo aumento do déficit da conta de “serviços e rendas”, em face da expansão das remessas de lucros e dividendos, gastos com aluguel de equipamentos, transportes e viagens internacionais, como apontado.

Todavia, o elevado déficit nas transações correntes não enfrentou dificuldades de financiamento externo, dado o ambiente de abundante liquidez internacional, com exceção do interregno entre o quarto trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, quando se contraíram os fluxos de capitais para a economia brasileira em face da crise global, agravada pela revelação de grandes exposições de empresas e bancos domésticos em operações de derivativos cambiais, altamente alavancadas.¹⁰

9. Entre 2011 e 2012, o produto interno bruto (PIB) desacelerou de 2,7% para 1%; o déficit em conta-corrente passou de US\$ 52 bilhões para US\$ 54 bilhões. Em 2013, houve modesta aceleração do crescimento econômico, para 2,5%; o déficit em conta-corrente alcançou US\$ 81,1 bilhões, equivalente a 3,6% do PIB (Tabela 1).

10 Ver Farhi e Borghi (2009), Freitas (2009), Prates et al. (2009), Mesquita e Torós (2010) e Cintra e Prates (2011).

TABELA 1 - BALANÇO DE PAGAMENTOS, CONTAS SELECIONADAS (2007-2014)

EM US\$ BILHÕES

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 jan/jun
TRANSAÇÕES CORRENTES	1,6	-28,2	-24,3	-47,3	-52,5	-54,2	-81,1	-43,3
Balança comercial (FOB)	40,0	24,8	25,3	20,1	29,8	19,4	2,6	-2,5
Serviços e rendas (líquido)	-42,5	-57,3	-52,9	-70,3	-85,3	-76,5	-87,1	-41,5
Serviços	-13,2	-16,7	-19,2	-30,8	-37,9	-41,0	-47,3	-22,6
Rendas	-29,3	-40,6	-33,7	-39,5	-47,3	-35,4	-39,8	-18,9
Transferências unilaterais correntes	4,0	4,2	3,3	2,9	3,0	2,8	3,4	0,7
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	89,1	29,4	71,3	99,9	112,4	70,0	74,1	52,7
Conta capital	0,8	1,1	1,1	1,1	1,6	-1,9	1,2	0,3
Conta financeira	88,3	28,3	70,2	98,8	110,8	71,9	72,9	52,4
Investimento estrangeiro	114,4	52,4	86,2	157,8	131,9	101,4	118,3	78,7
Investimento estrangeiro direto	34,6	45,1	25,9	48,5	66,7	65,3	64,0	29,3
Participação no capital	26,1	30,1	19,9	40,1	54,8	52,8	41,6	22,6
Empréstimo intercompanhia	8,5	15,0	6,0	8,4	11,9	12,4	22,4	6,6
Investimento estrangeiro em carteira	48,1	-0,8	46,2	67,8	18,5	16,5	34,7	29,3
Ações de companhias brasileiras	26,2	-7,6	37,1	37,7	7,2	5,6	11,6	9,0
Títulos de renda fixa	21,9	6,8	9,1	30,1	11,3	10,9	23,0	20,2
Outros investimentos estrangeiros	31,7	8,1	14,1	41,5	46,8	19,5	19,7	20,1
Investimento brasileiro no exterior	-25,3	-23,8	-16,2	-58,9	-21,1	-29,5	-45,5	-26,6
Investimento brasileiro direto	-7,1	-20,5	10,1	-11,6	1,0	2,8	3,5	-2,6
Participação no capital	-10,1	-13,9	-4,5	-26,8	-19,5	-7,6	-14,8	-14,2
Empréstimo intercompanhia	3,0	-6,6	14,6	15,2	20,6	10,4	18,3	11,6
Investimento brasileiro em carteira	0,3	1,9	4,1	-4,8	16,9	-7,8	-9,0	-1,9
Ações de companhias estrangeiras	-1,4	0,3	2,6	6,2	8,8	-2,3	-1,5	-0,3
Títulos de renda fixa	1,7	1,6	1,5	-11,0	8,1	-5,5	-7,5	-1,6
Outros investimentos brasileiros	-18,6	-5,3	-30,4	-42,6	-39,0	-24,6	-40,0	-22,1
RESULTADO DO BALANÇO	87,5	3,0	46,7	49,1	58,6	18,9	-5,9	12,0
Investimento direto total (líquido)	27,5	24,6	36,0	36,9	67,7	68,1	67,5	26,7
Investimento em carteira – total (líquido)	48,4	1,1	50,3	63,0	35,3	8,8	25,7	27,4
Outros investimentos – total (líquido)	13,1	2,9	-16,3	-1,0	7,8	-5,0	-20,3	-1,9
Derivativos – total (líquido)	-0,7	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3
PIB (variação real em %)	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0	2,5	-

Fonte: Banco Central do Brasil. Série Histórica do Balanço de Pagamentos. Disponível em: <www.bcb.gov.br>.

No período mais recente, predominaram a política de afrouxamento quantitativo do Federal Reserve, as taxas de juros reais próximas de zero ou mesmo negativas nos países desenvolvidos e a crise da dívida soberana dos países da zona euro. Este ambiente externo contribuiu para tornar a economia brasileira um dos principais destinos dos fluxos de capitais em busca de valorização financeira,

atraídos pelo elevado diferencial de juros (interno e externo) e pelas perspectivas de ganhos de capital em ações de empresas brasileiras, sobretudo aquelas produtoras de *commodities* e/ou de setores voltados para o mercado interno (tais como comércio varejista, construção civil e sistema financeiro). Adicionalmente, os altos preços das *commodities* exportadas pelo país e

o dinamismo desse mercado estimularam a entrada de fluxos de investimento estrangeiro direto, além de terem concorrido para evitar uma piora ainda mais acentuada do saldo comercial nos últimos anos.

Como mostrado, o balanço de pagamentos foi superavitário na maior parte do período considerado, registrando valores expressivos em alguns anos, tais como US\$ 87,5 bilhões em 2007 e US\$ 58,6 bilhões em 2011. A exceção foi um pequeno déficit de US\$ 5,9 bilhões em 2013 (Tabela 1). Este resultado favorável do conjunto das contas externas brasileiras deveu-se, fundamentalmente, ao desempenho da conta financeira, que registrou montantes mais do que suficientes para financiar os déficits nas transações correntes (Tabela 1). Em alguns anos, o ingresso de capitais estrangeiros – proveniente das três principais modalidades de recursos externos – atingiu volumes extraordinários: US\$ 114,4 bilhões em 2007, e US\$ 157,9 bilhões em 2010. O IDE foi crescente em todo o período, passando de US\$ 34,6 bilhões em 2007, para US\$ 64 bilhões em 2013. O investimento estrangeiro de portfólio, por sua própria natureza, foi bastante errático. Registrou entrada de US\$ 48,1 bilhões em 2007, saída de US\$ 800 milhões em 2008 e ingresso de US\$ 67,8 bilhões em 2010. Vale ainda mencionar a rubrica “outros investimentos estrangeiros”, que inclui crédito comercial, empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos, que também apresentou grandes oscilações, mas manteve-se positiva. Tanto o investimento de portfólio como os “outros investimentos estrangeiros” constituem fluxos de natureza estritamente financeira e respondem por parte expressiva dos ingressos de divisas no Brasil nos anos favoráveis, revelando a importância destes fluxos nos períodos de abundância de liquidez internacional. No primeiro semestre de 2014, essa dinâmica voltou a predominar: os investimentos de portfólio e os “outros estrangeiros” somaram US\$ 49,4 bilhões.

Nesse contexto de ausência de constrangimento

3.2. PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO

O perfil dos fluxos de capitais e o resultado em transações correntes refletem-se, em última instância, na posição internacional de investimentos do país (condicionada, também, pela variação da taxa de câmbio

externo, em face da abundância de capitais em moeda forte e maior liberdade de investimento, os capitais brasileiros ampliaram suas aplicações no exterior, a despeito de oscilações. Flutuou bastante a decisão de realizar investimentos diretos no exterior (atraídos pelas oportunidades de fusão e aquisição de empresas a preços favoráveis nos países desenvolvidos e em desenvolvimento, sobretudo na América do Sul, durante a crise financeira), bem como a decisão de efetuar investimentos de portfólio (estimulados, por sua vez, pelos também baixos preços das ações de várias empresas nesses países). Em “outros investimentos brasileiros” cabe registrar uma mudança de ordem regulatória, que se refere ao fim da exigência de cobertura cambial, determinado pela Resolução n. 3.548, do Conselho Monetário Nacional (CMN), de março de 2008, que permitiu aos exportadores brasileiros a manutenção, no exterior, da integralidade dos recursos relativos ao recebimento de suas exportações. Esta possibilidade passou a ser utilizada de forma mais ampla a partir de 2009, quando a conta “outros investimentos brasileiros” passou a registrar déficits elevados (FUNDAP, 2011a e 2011b).

Mesmo com a saída de capitais brasileiros, o superávit na conta financeira, que registra os fluxos líquidos de capitais entre o país e o exterior, foi mais do que suficiente para financiar o déficit em transações correntes (exceto em 2013). O resultado positivo do balanço de pagamentos brasileiro foi absorvido pela autoridade monetária, mediante compras no mercado de câmbio à vista. Com isto, em junho de 2014, as reservas internacionais atingiram US\$ 374 bilhões. Todavia, o perfil das reservas internacionais precisa ser devidamente qualificado. Isso porque, além do déficit crescente em transações correntes desde 2008, o acúmulo de reservas foi viabilizado pelo expressivo resultado líquido da conta financeira: nada menos que US\$ 505,3 bilhões acumulados entre janeiro de 2008 e junho de 2014.

e pela denominação monetária de ativos e passivos). Os ativos brasileiros no exterior saltaram de US\$ 385 bilhões em 2007, para US\$ 789 bilhões em junho de 2014, apresentando uma tendência ininterrupta de

crescimento (Tabela 2). Em junho de 2014, os ativos brasileiros eram compostos, em ordem decrescente, por: i) US\$ 374 bilhões de reservas internacionais; ii) US\$ 315 bilhões de investimento direto brasileiro no exterior; iii) US\$ 72 bilhões de outros investimentos (inclui receitas provenientes das exportações no exterior); e iv) US\$ 28 bilhões em investimento em carteira.

Por sua vez, o passivo externo passou de US\$ 915 bilhões em 2007, para US\$ 1,7 trilhão em junho de 2014. Com a desvalorização do real e/ou a redução nos preços dos ativos, em 2008, 2011 e 2013, o passivo

externo caiu, sendo a queda maior registrada durante a crise global de 2008. Nos anos seguintes, voltou a se expandir (Tabela 2). Em junho de 2014, os passivos eram compostos, em ordem decrescente, por: i) US\$ 790 bilhões em IDE, sendo US\$ 194 bilhões em empréstimos intercompanhias; ii) US\$ 649 bilhões em investimentos em carteira, sendo US\$ 233 bilhões em ações e US\$ 207 bilhões em títulos de renda fixa (R\$ 383,6 bilhões em títulos da dívida pública, o equivalente a 18,2% do total), ambos no país;¹¹ e iii) US\$ 217 bilhões em outros investimentos (fundamentalmente, empréstimos).

TABELA 2 - POSIÇÃO INTERNACIONAL DE INVESTIMENTO, SEGUNDO CONTAS SELECIONADAS BRASIL - 2007-2014

	EM US\$ BILHÕES							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 Jun ⁽¹⁾
Ativo (A)⁽²⁾	385	412	467	571	642	731	752	789
Investimento direto brasileiro no exterior	142	158	167	191	206	271	301	315
Investimentos em carteira	19	15	17	38	28	22	25	28
Investimentos em ações	7	5	9	15	17	13	17	17
Títulos de renda fixa	13	10	8	23	12	9	9	11
Outros investimentos	43	45	44	52	55	64	66	72
Empréstimos	12	12	13	14	15	20	16	16
Moeda e depósitos	23	24	24	27	26	31	36	42
Ativos de reservas	180	194	239	289	352	373	359	374
Passivo (B)⁽²⁾	915	687	1.075	1.507	1.488	1.583	1.507	1.669
Investimento estrangeiro direto	310	288	401	682	697	745	725	790
Participação no capital ⁽³⁾	262	223	321	587	591	617	550	597
Empréstimos intercompanhia	47	65	79	95	106	128	174	194
Investimentos em carteira	508	287	563	668	601	639	578	649
Investimentos em ações	364	150	376	442	361	357	305	328
No país	166	71	205	254	218	231	203	233
No exterior	198	78	171	187	143	126	102	95
Títulos de renda fixa	144	138	186	227	240	282	272	321
No país	47	49	96	123	128	164	162	207
No exterior	98	89	90	104	112	117	110	114
Outros investimentos	96	110	108	153	186	196	198	217
Empréstimos	77	85	101	146	179	189	191	210
Posição internacional de investimento (A-B)	-531	-275	-608	-937	-846	-852	-755	-880
Investimento estrangeiro direto - líquido	-168	-130	-234	-491	-490	-474	-424	-475
Investimentos em carteira - líquido	-489	-273	-546	-630	-572	-617	-552	-621
Outros investimentos - líquido	-53	-64	-64	-101	-131	-132	-132	-145

Fonte: Banco Central do Brasil. Série Histórica da Posição Internacional de Investimento. Disponível em: <www.bcb.gov.br>.

(1) Dados preliminares.

(2) A partir de dezembro de 2009, contempla reclassificação interna dos passivos de dívida externa.

(3) Para as posições de 2010, 2011 e 2012, resultados obtidos via Censo de Capitais Estrangeiros no país.

11. Enfatiza-se que a soma destes dois investimentos (US\$ 440 bilhões) era superior ao montante das reservas internacionais (US\$ 374 bilhões).

Assim, a posição internacional de investimento do país saltou de US\$ 531 bilhões para US\$ 880 bilhões entre 2007 e junho de 2014, depois de ter atingido o nível mínimo em 2008, de US\$ 275 bilhões, e o máximo em 2010, de US\$ 937 bilhões.¹² A composição do passivo externo líquido do país, com alta participação dos investimentos de portfólio (modalidade mais volátil de capital externo) e outros investimentos, explicita certa vulnerabilidade da economia brasileira. A despeito da abundância de capitais e do elevado nível de reservas internacionais, a alta integração do sistema financeiro doméstico com o sistema financeiro internacional introduz novos riscos que podem trazer dificuldades em contextos marcados por “parada súbita” dos fluxos internacionais de capital, com desvalorização abrupta da taxa de câmbio e impactos patrimoniais relevantes, em vista dos elevados estoques de investimentos de portfólio e dívidas em moeda estrangeira. Esses riscos devem ser permanentemente monitorados pelas autoridades econômicas, especialmente pelas áreas de regulação e supervisão (Banco Central do Brasil – BCB e Comissão de Valores Mobiliários – CVM).

Apenas para exemplificar, no início de agosto de 2014, o Brasil era o único entre os emergentes que seguia realizando intervenções para assegurar a estabilidade

cambial. Desde agosto de 2013, “o BCB tem feito vendas diárias de *swaps* cambiais – contratos cuja colocação equivale a uma injeção de dólares no mercado futuro. O estoque de *swaps* vinha crescendo mensalmente até abril de 2014. Em maio, terminou em queda [o BCB não rolou todos os contratos]. A posição, entretanto, voltou a crescer nos meses seguintes. É possível estimar que a posição vendida do BCB em dólar com esses papéis alcançou US\$ 91,4 bilhões (1.827.120 contratos)” (Castro, 2014). Essa forma de intervenção possui a vantagem de não alterar o volume das reservas, uma vez que liquidadas em reais. Porém, na magnitude e pelo longo período em que foram utilizadas, podem ter contribuído para distorcer a taxa de câmbio – a cotação do real/dólar oscilou entre R\$ 2,20 e R\$ 2,30, com valorização de 3,5% em 2014. Se houver novas e fortes pressões por desvalorização do real – após o término da política monetária ultraexpansionista do Federal Reserve em outubro –, o BCB partirá de posições bastante elevadas de *swaps* cambiais para contê-las, ou terá de sancioná-las com prejuízos para o Tesouro Nacional. E, se o fluxo cambial persistir negativo por um longo período, o BCB terá de vender divisas à vista ou ofertar linhas de crédito em dólares, como realizou em 2008 e em 2013. De todo modo, torna o gerenciamento das expectativas para a taxa de câmbio mais complexo.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O elevado das reservas internacionais, a mudança na exposição do Tesouro Nacional e do BCB às oscilações na taxa de câmbio (menor volume de títulos indexados, maior volume de swap cambial) e o fato de grande parte do passivo externo estar denominado em moeda nacional permitem, evidentemente, um melhor gerenciamento dos riscos associados à atual dinâmica de financiamento das contas externas brasileiras. Como grande parte dos títulos públicos mantidos por estrangeiros não estão indexados à taxa de câmbio, os impactos de uma fuga desordenada do real em busca da “qualidade” são muito menos desestabilizadores, do ponto de vista do endividamento do setor público, do que foram no passado. E, diante da posição do setor público em moeda estrangeira, no curto prazo, estes impactos redundam em ganhos relativos (redução da dívida líquida do setor público, dado o elevado valor das reservas convertidas em reais e queda do valor, em moeda estrangeira, do passivo externo líquido).

Da mesma forma, nos investimentos no mercado

acionário, uma fuga maciça dos investidores estrangeiros da BM&FBovespa, além de elevar a cotação das moedas estrangeiras, desvaloriza as próprias ações, o que reduz ainda mais o passivo externo. Constatase ainda um aprendizado das corporações sobre os riscos das exposições alavancadas em derivativos e sobre o descasamento de moedas em dívidas e receitas (Almeida e Novais, 2011), além do monitoramento pelo BCB das posições dos bancos em moeda estrangeira (nos mercados à vista e de derivativos). De fato, isso tudo melhora a capacidade de o país enfrentar cenários adversos, gerenciar crises e choques de curta duração. Mas não elimina a fragilidade externa de caráter mais estrutural, como mais uma vez se evidenciou durante o movimento de “fuga para a qualidade” desencadeado pelo anúncio do *tapering* americano em abril de 2013.

Ademais, a extração e o processamento do petróleo do pré-sal, dada sua quantidade e a qualidade, bem como sua importância estratégica (que deverá persistir em um

12. Como uma parte relevante do passivo externo do país está denominado em moeda nacional, a desvalorização cambial (do real em relação ao dólar americano) provoca uma queda do valor deste estoque em moeda estrangeira.

horizonte previsível), podem modificar substancialmente as condições de financiamento das contas externas, assim como a própria dinâmica da economia brasileira nos próximos anos. Incertezas ainda permanecem – os desafios tecnológicos e as inovações para superá-los, o preço do barril do petróleo no período de exploração, etc.

– e, portanto, projeções sobre seus possíveis impactos nas transações correntes do país devem ser feitas com cuidado. De qualquer forma, parece correto considerar que essa riqueza natural, quando estiver sendo explorada e exportada, representará uma fonte de geração de moeda estrangeira relevante.

REFERÊNCIAS

- AKYÜZ, Y. Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust and how? Geneva, South Center, Mar. 2011. (Research Papers, n. 37).
- ALMEIDA, J. C. G.; NOVAIS, L. F. O impacto do endividamento externo sobre as empresas não financeiras no Brasil, no terceiro trimestre de 2011. São Paulo: Fundap (Estudos Fundap, n.3), dez./2011.
- ARAUJO, V. L. F. C.; CINTRA, M. A. M. O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira. In: PINTO, E. C.; CARDOSO JÚNIOR, J. C.; LINHARES, P. T. (Eds.). Estado, instituições e democracia – Desenvolvimento. Brasília: Ipea/Diest, 2010. Livro 9, v. 3, p. 545-588. (Projeto Perspectiva do Desenvolvimento Brasileiro).
- AREND, M. A industrialização do Brasil ante a nova divisão internacional do trabalho. In: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M. e CINTRA, M. A. M. (Eds.). Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro. Brasília: IPEA, 2014.
- BARBOSA, N. Dez anos de política econômica. In: SADER, E. (Org.). 10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma. São Paulo: Boitempo Editorial, 2013.
- BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Orgs.). Brasil: entre o passado e o futuro. São Paulo: Boitempo, 2010.
- BIELSCHOWSKY, R.; SQUEFF, G. C.; VASCONCELOS, L. F. Evolução dos investimentos nas três frentes de expansão da economia brasileira na década de 2000. In: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M. A. M. (Eds.). Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro. Brasília: IPEA, 2014.
- CASTRO, José de. Novo cenário para o dólar coloca pressão sobre o BC. Valor Econômico, São Paulo, 11 de agosto de 2014.
- CHIANAMEA, D. R.; CALIXTRE, A. B.; CINTRA, M. A. M. O Brasil na crise mundial de 2008 e as possibilidades de um imposto sobre transações financeiras internacionais. In: CINTRA, M. A. M.; SCHUTTE, G. R.; VIANA, A. R. (Orgs.). Globalização para todos: taxação solidária sobre os fluxos financeiros internacionais. Brasília: Ipea/Dinte; Funag, 2010. p. 265-300.
- CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. In: ACIOLY, L.; LEÃO, R. P. F. (Orgs.). Crise financeira global: mudanças estruturais e os impactos sobre os emergentes e o Brasil. Brasília: Ipea/Dinte, 2011. p. 11-46.
- EYZAGUIRRE, N. et. al. Managing abundance to avoid a bust in Latin America. Washington, D.C.: IMF, 7 Apr. 2011. (IMF Staff Discussion Note, SDN/11/07).
- FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. Estudos avançados, São Paulo, USP, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.
- FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND). Recent experiences in managing capital inflows: cross-cutting themes and possible policy framework. Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department. In consultation with Legal, Monetary and Capital Markets, Research, and other Departments. Washington: IMF, 14 February 2011.
- _____. World Economic Outlook Update. An uneven global recovery continues. Washington, IMF, July 24, 2014.
- FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. Estudos Avançados, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.
- FUNDAP – FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO. Balanço de pagamentos: transações correntes e o seu financiamento. Boletim de Economia, São Paulo, n. 2, p. 4-10, mar. 2011a.
- _____. O boom de capitais externos para o Brasil em 2011. Boletim de Economia, São Paulo, n. 5, p. 5-11 jun. 2011b.
- IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. A indústria de transformação por intensidade tecnológica: quem cresce não puxa o restante. Carta IEDI, n. 603. São Paulo, 20 de dezembro de 2013.
- IPD – INITIATIVE FOR POLICY DIALOGUE. SEMINÁRIO “MANAGING THE CAPITAL ACCOUNT AND REGULATING THE FINANCIAL SECTOR: A Developing Country Perspective”, 23 e 24 ago. 2011, Rio de Janeiro, RJ. [Textos de apoio] Disponível em: <http://policydialogue.org/events/meetings/managing_the_capital_account_and_regulating_the_financial_sector_a_developing_country_perspective/materials/>.
- MAYER, J. The financialization of commodity markets and commodity price volatility. In: DULLIEN, S. et al. (Eds.). The financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries. Geneva: UNCTAD; Berlin: University Applied Sciences, Dec. 2010. p. 73-98.
- MEDEIROS, C. A. Evolução da composição da estrutura de oferta da economia brasileira na última década à luz das matrizes de insumo-produto e dos dados da evolução da demanda das famílias brasileiras entre 2003 e 2009. Brasília, IPEA, 2014 [mimeo].
- MESQUITA, M. M. C.; TORÓS, M. Gestão do Banco Central no pânico de 2008. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Campus, 2010. p. 189-206.
- OLIVEIRA, G. C. Desajustes globais e inserção da periferia (1990-2010). Revista Tempo do Mundo, Brasília, n. 5, 2011.
- OSTRY, J. D. et al. Managing capital inflows: what tools to use? Washington: IMF, 5 Apr. 2011. (IMF Staff Discussion Note, SDN/11/06).
- PINTO, E. C. Bloco no poder e governo Lula. Tese Doutorado. Rio de Janeiro: Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010.
- PRADHAN, M. et. al. Policy responses to capital flows in emerging markets. Washington: IMF, 21 Apr. 2011. (IMF Staff Discussion Note, SDN/11/10).
- PRATES, D. M. et. al. Mercado de crédito bancário. Campinas: Fecamp/Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2009. (Relatório Parcial, subprojeto II do projeto de pesquisa Estudos sobre as Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos).
- _____. O novo ciclo de preço das commodities. Boletim de Economia, São Paulo, Fundap, n. 2, p. 11-23, mar. 2011.
- PRATES, D. M.; CINTRA, M. A. M. O novo boom de fluxos de capitais para os países emergentes, Carta Capital, São Paulo, abr. 2011.
- ROSSI, P. O mercado internacional de moedas, o carry trade e a taxas de câmbio. Observatório da Economia Global. Campinas: Cecon/IE/Unicamp, out. 2010. (Textos Avulsos, n. 5).
- SHULMEISTER, S. Trading practices and price dynamics in commodity markets and the stabilizing effects of a transaction tax. Wien: Austrian Institute of Economic Research (WIFO), Jan. 2009.
- UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. G20 Study Group on Commodities. Contribution by the United Nations Secretariat. Geneva: UNCTAD, April 2011.
- _____. Trade and development report. Geneva: UNCTAD, 2008.

TRIBUTAÇÃO DAS TRANSAÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL¹

1. INTRODUÇÃO



RAFAEL FAGUNDES CAGNIN²



MARIA CRISTINA PENIDO DE FREITAS³



A experiência brasileira com a taxação de transações financeiras pode ser analisada a partir do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF). Apesar de ambos incidirem sobre transações financeiras, os seus objetivos são distintos, assim como seus contextos de criação. O IOF foi criado como um instrumento auxiliar da política monetária e cambial, com incidência sobre um conjunto amplo de operações, inclusive aquelas realizadas por investidores estrangeiros. A CPMF constitui um tipo particular de tributação de transações financeiras, incidente sobre operações domésticas e com um objetivo arrecadatório. Diferentemente de outros tributos sobre transações financeiras, como o IOF e a Taxa Tobin,⁴ cujo objetivo principal é coibir comportamentos considerados indesejáveis nos mercados financeiros, a tributação do tipo *bank debit taxes* – como a CPMF – busca elevar a arrecadação sem gerar impactos relevantes sobre as decisões dos agentes econômicos⁵.

A análise da tributação brasileira sobre transações financeiras desenvolvida neste artigo está organizada da seguinte forma: na segunda seção, recupera-se o contexto histórico da criação tanto do IOF como da CPMF; na terceira seção, as principais alterações desses tributos são analisadas por meio da evolução de suas receitas a partir do Plano Real; e na quarta seção, as considerações finais salientam os papéis adicionais desempenhados por esses tributos.

1. Este texto foi elaborado a partir do artigo “Tributação das transações financeiras: a experiência brasileira com o IOF e a CPMF”, aprovado para publicação na **Revista Análise Econômica**, e tem como base pesquisa realizada a pedido da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), concluída em dezembro de 2011. Os dados e informações apresentados são aqueles disponíveis à época.

2. Economista da Fundação para o Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo (Fundap) e Mestre em Teoria Econômica pela Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).

3. Economista, Doutora em Economia pela Universidade de Paris 13.

4. A Taxa Tobin consiste na cobrança de um imposto sobre transações cambiais. Foi proposta pela primeira vez em 1972 pelo economista americano James Tobin, segundo o qual a aplicação de uma pequena alíquota sobre operações cambiais com objetivos especulativos poderia aumentar os graus de liberdade da política monetária em países com regime de câmbio flutuante. Em relação ao debate recente sobre as *financial transactions taxes*, ver Schutte (2010).

5. Sobre as *bank debit taxes* em países latino-americanos, ver Coelho et al. (2001).

2. OS CONTEXTOS HISTÓRICOS DA CRIAÇÃO DO IOF E DA CPMF

O IOF foi instituído pelo regime militar na ocasião da reforma tributária de 1966, que procurava garantir um financiamento adequado ao Estado, cujas intervenções na economia tinham se ampliado como resultado de seu papel central no processo de industrialização (Oliveira, 1991 e 2010). A principal função do IOF, entretanto, não foi constituir um instrumento de financiamento dos gastos públicos, mas auxiliar as políticas monetária e cambial na perseguição dos objetivos macroeconômicos estabelecidos. Constituiu-se, então, um imposto extrafiscal ou regulatório, em que a arrecadação tributária consistia em um efeito secundário.

“O IOF foi criado como instrumento auxiliar da política monetária e cambial, enquanto a CPMF visava arrecadar recursos para a saúde.”

O caráter regulatório do IOF está expresso no Código Tributário, Seção IV, Artigo 65: “O Poder Executivo pode, nas condições e nos limites estabelecidos em lei, alterar as alíquotas ou as bases de cálculo do imposto, a fim de ajustá-lo aos objetivos de política monetária”. Reforçava esse caráter o fato de que as receitas obtidas não compunham o Orçamento da União, mas

eram direcionadas a um fundo denominado “Reservas Monetárias” e usadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) em intervenções nos mercados de câmbio e de títulos e no provimento de liquidez a instituições financeiras. Apenas com a Constituição Federal (CF) de 1988, os recursos obtidos com o IOF foram destinados ao Tesouro Nacional (Barbosa, s/d; Torres et al., 2003).

O leque de operações sobre as quais incide o IOF foi progressivamente ampliado à medida que se desenvolviam os mercados financeiros domésticos. Em 1966, o artigo 1º da Lei nº 5.143 previa a incidência do IOF apenas sobre as operações de crédito e seguro realizadas por instituições financeiras e seguradoras. Com o Decreto-Lei nº 1.783 de 1980 a base de incidência do imposto passou a incluir operações de câmbio, transações com títulos e valores mobiliários, seguros de vida, de bens e de valores, empréstimos de qualquer natureza, abertura de crédito e descontos de títulos. A CF (1988) incorporou ainda a tributação das operações com ouro quando este fosse definido como ativo financeiro ou instrumento cambial, conforme Lei nº 7.766, de 1981. Atualmente, o conjunto das operações financeiras que estão especificadas na legislação, funcionando como base de incidência do IOF, agrega as operações de crédito, títulos e valores imobiliários, seguro, câmbio e ouro-ativo financeiro, às quais se somaram as operações com derivativos, a partir da Medida Provisória nº 539 de julho de 2011 (Torres, et al., 2003; Munhoz e Silva, 2011). As alíquotas de IOF incidentes sobre as operações especificadas têm valores máximos definidos no Quadro 1. Limitado a esses valores máximos, o governo federal pode manipular as alíquotas do imposto sobre as diferentes operações financeiras, de maneira a influenciar o comportamento dos agentes econômicos e a produzir os efeitos buscados pela política econômica. Por essa razão, as alíquotas efetivamente aplicadas sofreram inúmeras variações desde a criação do imposto, dificultando o acompanhamento de sua evolução histórica.

QUADRO 1 - ALÍQUOTAS MÁXIMAS DE IOF

Natureza da operação	Alíquota máxima	Alíquota vigente no final de 2011 ⁽¹⁾
Crédito	1,5% ao dia sobre o valor da operação ⁽²⁾	- 0,00137% ou 0,0041% ao dia para operações de crédito com pessoa jurídica - 0,0068% ao dia e adicional de 0,38% para operações com pessoa física
Operações com títulos e valores mobiliários	1,5% ao dia	- 1,5% ao dia para as aplicações feitas por investidores estrangeiros em quotas de Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes e em quotas de Fundo de Investimento Imobiliário (limitada a 5% para fundos regulares e até um ano da data do registro das quotas na CVM e limitada a 10% para os fundos sem funcionamento regular); - 0,5% no resgate de quotas de fundos de investimento antes de completado o prazo de carência para crédito de rendimentos.
Câmbio	25% sobre o valor da operação	0,38% sobre o valor da operação. Certos tipos de operação têm alíquotas diferenciadas.
Seguro	25% sobre valor da operação	- 0% nos casos de operações de resseguro, seguro obrigatório para financiamento habitacional, seguro de crédito à exportação etc; - 0,38% sobre valor da operação para seguros de vida, de acidentes pessoais e de trabalho etc; - 2,38% sobre o valor da operação para seguros privados de assistência de saúde; - 7,38% sobre o valor das demais operações de seguro.
Derivativos	25% sobre valor da operação	-1% sobre as posições líquidas vendidas em derivativos cambiais acima de US\$ 10 milhões.
Ouro (ativo financeiro)	1% sobre o valor da operação	1% sobre o valor da operação

Fonte: Ministério da Fazenda/Secretaria da Receita Federal, Decreto nº 6.306/2007 e Decreto nº 7.632/2011.

Disponível em: <www.receita.fazenda.gov.br/aliquotas/ImpCreSegCamb>.

(1) Para informações detalhadas sobre alíquotas excepcionais e isenções e alíquotas zero incidentes sobre determinadas operações, consultar Decreto nº 6.306/2007 e alterações posteriores;

(2) Quando não ficar definido o valor do principal a ser utilizado pelo tomador, a base de cálculo é o somatório dos saldos devedores diários apurado no último dia de cada mês. Quando ficar definido o valor do principal, a base de cálculo é o principal colocado à disposição do tomador, ou quando previsto mais de um pagamento, o valor do principal de cada uma das parcelas.

A CPMF, por sua vez, foi criada com objetivo arrecadatório, de maneira a constituir uma base sólida para o financiamento do Ministério da Saúde. O processo de redemocratização do país na década de 1980, que culminou na Constituição Federal de 1988, foi acompanhado da construção de um consenso a respeito da universalização do acesso à saúde, concretizado com a criação do Sistema Único de Saúde (SUS). Não se garantiram, em contrapartida, fontes de recursos para o financiamento do sistema. Além de recursos orçamentários das três esferas de governo, a CF (1988) previa apenas a vinculação da receita de contribuições de empregados e empregadores à Seguridade Social. Ao não vincular contribuições específicas aos ramos da Seguridade, como a saúde, a CF (1988) reforçava o caráter indivisível dos diferentes componentes

da proteção social (previdência, saúde, assistência social). Na primeira metade dos anos 1990, ficou clara a vulnerabilidade financeira do Ministério da Saúde, criando as condições políticas à instituição da CPMF (Marques e Mendes, 2010).

Diante da crise de financiamento da saúde, foi criado em julho de 1993 o Imposto Provisório sobre a Movimentação Financeira (IPMF), pela Emenda Constitucional nº 3. Esse imposto vigorou apenas em 1994 e foi extinto por ser considerado inconstitucional, uma vez que apenas as contribuições – e não os impostos – podem ser vinculadas a um tipo específico de gasto. Todavia, fortaleceram-se as pressões em defesa da resolução do problema de financiamento da saúde, o que viabilizou a reinstauração do IPMF, sob a forma de uma contribuição, a CPMF, em outubro de

1996 (Lei nº 9.311/1996). A alíquota que havia sido de 0,25% durante a vigência do IPMF, foi reduzida para 0,2% com a criação da CPMF, incidindo sobre “qualquer operação liquidada ou lançamento realizado, pelas instituições financeiras, que representem circulação escritural ou física de moeda, e de que resulte ou não transferência da titularidade dos mesmos valores, créditos e direitos”.⁶ O baixo patamar da alíquota

buscava impedir a corrosão da base de incidência do tributo, devido à redução do número de transações financeiras, garantindo uma arrecadação estável ao longo do tempo. Porém, criada para financiar a saúde, a incorporação de novos destinos aos recursos da CPMF foi acompanhada ao longo do período de sua vigência pela alteração das alíquotas incidentes, influenciando a evolução da arrecadação anual (Quadro 2).

QUADRO 2 - EVOLUÇÃO DAS ALÍQUOTAS DA CPMF – 1997-2007

Alíquota	Período de incidência
0,2%	De 23 de janeiro de 1997 a 22 de janeiro de 1999.
Não houve cobrança de CPMF	De 23 de janeiro a 16 de junho de 1999.
0,38%	De 17 de junho de 1999 a 16 de junho de 2000.
0,3%	De 17 de junho de 2000 a 17 de março de 2001.
0,38%	De 18 de março de 2001 a 31 de dezembro de 2007.

Fonte: Ministério da Fazenda/Secretaria da Receita Federal.

Disponível em: <www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/CPMF/InformacoesCPMF/default.htm#Recolhimento%20da%20CPMF>.

A história da CPMF foi, contudo, marcada pela constante crítica da opinião pública, especialmente dos setores ligados às instituições financeiras. Não raramente, a pressão contrária à CPMF se materializou em ações judiciais que tiveram impactos importantes sobre a arrecadação. Essas críticas encontravam ecos no exterior, especialmente nos organismos multilaterais como o Fundo Monetário Internacional, e internamente no BCB⁷. Um dos principais argumentos contrários à tributação de transações financeiras do tipo da CPMF decorria da possibilidade de impactos negativos sobre a intermediação financeira e sobre a competitividade das praças financeiras nacionais. Por estar sujeito a um custo adicional, referente à alíquota do tributo, os agentes econômicos buscariam, então, mecanismos de evasão fiscal que compreenderiam uma queda relativa do uso

dos serviços bancários. No que se refere às bolsas de valores nacionais, a introdução do tributo corroeria parte da rentabilidade das operações, funcionando como um fator de estímulo à migração de investimentos das praças nacionais para as praças financeiras internacionais, onde ativos semelhantes fossem transacionados sem a incidência da tributação de transações financeiras (por exemplo, os American Depositary Receipts – ADR, de empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de Nova York). Essas incitações à evasão fiscal estariam na origem da contração da base de arrecadação de tributos como a CPMF.

Diante das pressões dos mercados financeiros, foi criada em julho de 2004, pela Lei nº 10.892, a Conta Investimento que viria, em boa medida, reduzir o custo de aplicação dos investidores financeiros. A Conta

6. Estavam isentos da incidência da CPMF: (1) os lançamentos nas contas da União, Estados, Distrito Federal e municípios, suas autarquias e fundações; (2) os pagamentos da própria CPMF; (3) os saques de contas vinculadas ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e do Fundo de Participação PIS/PASEP e os saques do valor do benefício do seguro-desemprego; (4) movimentações financeiras de entidades beneficentes de assistência social; (5) as contas de depósito de missões e órgãos diplomáticos e organismos multilaterais com missão no Brasil; (6) os lançamentos em contas de depósito especialmente abertas e exclusivamente utilizadas por câmaras e prestadoras de serviços de compensação e de liquidação e por companhias securitizadoras; (7) os lançamentos em contas de depósito relativos a operações que tenham por objeto ações ou contratos referenciados em ações ou índices de ações; (8) os lançamentos em contas de investidores estrangeiros relativos a entradas no país e a remessas para o exterior de recursos financeiros empregados exclusivamente nas operações com ações.

7. Ver, Albuquerque (2001) e Koyama & Nakane (2001), que efetuaram avaliações empíricas dos impactos da CPMF, sustentando argumentos contrários à sua cobrança. Vale ainda mencionar que esses estudos datam do início dos anos 2000 e não consideram, assim, a evolução positiva do crédito e dos mercados financeiros nacionais a partir de meados desta década, quando ainda vigia a CPMF.

Investimento consistia em uma conta de depósito com o propósito exclusivo de realizar aplicações financeiras de renda fixa e variável de qualquer natureza. Por meio dessa conta, a realocação dos portfólios estaria isenta do pagamento de CPMF. Apenas as transferências entre a Conta Investimento e a conta-corrente convencional continuaram sujeitas à contribuição. Em vigência a partir de 1º de outubro de 2004, todas as novas aplicações financeiras (exceto em ações e em seus derivativos)

tiveram de ser obrigatoriamente realizadas por meio das Contas Investimento⁸. Com esse instrumento, buscava-se mitigar eventuais impactos negativos sobre a intermediação financeira (o custo de captação dos bancos seria reduzido, bem como do governo e das empresas) e sobre a atratividade dos mercados de ações e títulos domésticos. Com a não prorrogação da CPMF em dezembro de 2007, a Conta Investimento foi extinta pelo BCB [Circular nº 3.494/2010].

3. A EVOLUÇÃO DA ARRECADAÇÃO DO IOF E DA CPMF

A arrecadação anual do IOF está condicionada pelas frequentes alterações de alíquotas, assim como pelas tendências verificadas nas diversas operações financeiras sobre as quais incidem, como o crescimento das operações de crédito, dos fluxos de capitais e das operações de câmbio, que dependem da taxa de câmbio e do volume de negociações nos mercados financeiros. Dentre essas operações financeiras, a maior contribuição à arrecadação resulta das operações de crédito, que em 2010 foram responsáveis por 59,0% da receita, seguidas pelas operações de câmbio (25,3% em 2010). As demais operações, juntas, representaram 15,6% da arrecadação nesse ano.

“As operações de crédito são as maiores receitas do IOF.”

Devido à natureza regulatória, o volume total de arrecadação não chega a ser expressivo. Em 2007, o IOF obteve uma receita (deflacionada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA) de R\$ 8,2 bilhões, o que representou apenas 0,3% do PIB e 1,8% das receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal (Tabela 1). Entretanto, apesar de sua natureza, a elevação das alíquotas do IOF foi usada em duas ocasiões, desde meados da década de 1990, para compensar a queda de arrecadação da CPMF. Dessa maneira, a suspensão temporária da cobrança da CPMF no primeiro semestre de 1999 foi acompanhada pela elevação de alíquotas – um adicional de 0,38 ponto percentual do imposto entre 24 de janeiro e 16 de junho de 1999⁹ – e da arrecadação do IOF, sendo que o mesmo movimento pôde ser verificado em 2008 com a não renovação da contribuição no final do ano anterior. Nessa ocasião, passou a incidir sobre os fundos de investimento a alíquota de 0,38%, fazendo com que a receita do IOF sobre aplicações financeiras se elevasse em mais de 300% em termos reais, passando a representar 25,5% da arrecadação do IOF desse ano (Gráfico 1). Só o fator de compensação da CPMF ocasionou um aumento de 25,1% da arrecadação do IOF.

8. Como regra geral, não integravam a Conta Investimento: as operações com ações e seus derivativos, realizadas em bolsa de valores ou no mercado balcão, e as operações de liquidação futura quando sujeitas a ajustes diários.

9. Algumas operações foram isentas do aumento de alíquota, como os gastos com cartão de crédito no exterior (cuja alíquota foi elevada de 2% para 2,5% no mês de março de 1999), as aplicações em caderneta de poupança e os fundos de investimento em renda fixa de não residentes (sobre os quais já incidia uma alíquota de 2%).

TABELA 1 - RECEITAS ADMINISTRADAS PELA SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL E ARRECAÇÕES DO IOF E CPMF

EM R\$ MILHÕES (DEFLACIONADOS PELO IPCA SET/11=1)

Anos	IOF Arrecadação (A)	CPMF Arrecadação (B)	Receitas Adm. SRF (C)	A/C	B/C
1994	9.787,7	-	186.608,0	5,2%	
1995	7.897,1	-	198.292,5	4,0%	
1996	6.041,6	-	194.131,1	3,1%	
1997	7.491,4	13.675,6	212.020,2	3,5%	6,5%
1998	6.791,1	15.570,5	225.905,1	3,0%	6,9%
1999	8.921,1	14.552,5	260.039,7	3,4%	5,6%
2000	5.342,8	24.853,4	284.099,4	1,9%	8,7%
2001	5.733,9	27.504,3	301.955,3	1,9%	9,1%
2002	5.932,2	30.037,0	343.190,0	1,7%	8,8%
2003	5.722,0	29.628,9	329.356,7	1,7%	9,0%
2004	6.335,8	31.878,3	362.442,9	1,7%	8,8%
2005	6.883,1	32.998,2	389.835,3	1,8%	8,5%
2006	7.336,8	34.681,2	400.696,9	1,8%	8,7%
2007	8.237,5	38.356,5	453.386,7	1,8%	8,5%
2008	20.116,0	-	474.428,2	4,2%	
2009	18.143,9	-	444.038,6	4,1%	
2010	23.878,3	-	504.205,9	4,7%	

Fonte: Ministério da Fazenda/Secretaria da Receita Federal.

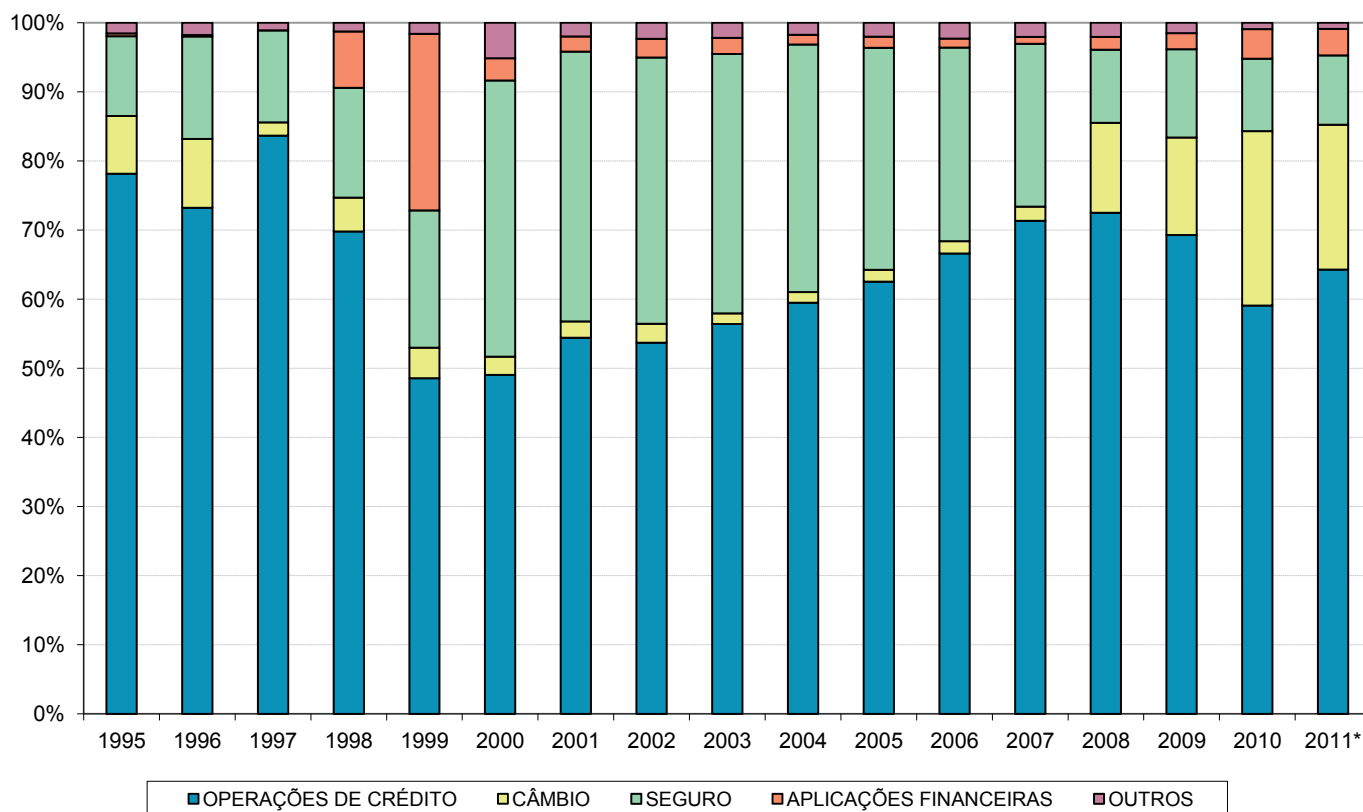
Além disso, o IOF tem sido utilizado como incentivo às captações financeiras nos mercados internacionais e de atração de investimentos estrangeiros no mercado doméstico. Em março de 1995, diante dos impactos da crise mexicana, a Portaria nº 95 do Ministério da Fazenda reduziu a zero as alíquotas de IOF sobre as emissões de agentes domésticos nos mercados financeiros internacionais e dos investimentos de estrangeiros por meio do Anexo IV¹⁰.

“
O IOF tem sido usado para captar recursos e investimentos estrangeiros.”

Reduziu também de 9% para 5% o IOF sobre os fundos de renda fixa capital estrangeiro (FRFCE). Novamente, em abril de 1997, por meio da Portaria nº 85, o Ministério da Fazenda tentou aumentar a atração de investimentos externos com a redução do IOF sobre diversas operações: foram zeradas as alíquotas sobre emissões de títulos de dívida de agentes domésticos no exterior, de investimentos de estrangeiros em títulos e valores imobiliários no mercado brasileiro; foi reduzido de 7% para 2% o IOF sobre operações interbancárias entre bancos brasileiros e estrangeiros e sobre os fundos de renda fixa capital estrangeiro (FRFCE). Ao final do terceiro trimestre de 1999, a Portaria nº 56 do Ministério da Fazenda recompôs algumas alíquotas de IOF sobre operações cambiais: 0,5% sobre operações interbancárias entre bancos nacionais e estrangeiros, sobre a constituição por estrangeiros de disponibilidades de curto prazo no país e sobre aplicações de não residentes em renda fixa.

10. Instituído em 1991, pela Resolução do CMN nº 1.832, o Anexo IV à Resolução do CMN nº 1.289/1987 disciplinava o investimento estrangeiro em ativos mobiliários de companhias abertas domésticas.

GRÁFICO 1 - COMPOSIÇÃO DA ARRECADAÇÃO DO IOF, SEGUNDO O TIPO DE OPERAÇÃO DE INCIDÊNCIA: 1995 A 2011



Fonte: Ministério da Fazenda/Secretaria da Receita Federal.

O governo também empregou a manipulação das alíquotas do IOF de maneira a conter e expandir o crédito ao longo do ciclo econômico. Em maio de 1996, a alíquota do IOF para operações com pessoa física foi elevada de 6% para o patamar de 15%. A Portaria nº 157 do Ministério da Fazenda de 9 de julho de 1998 reduziu a alíquota das operações de crédito para pessoa física de 15% para 6%, buscando baratear o crédito ao consumo e, dessa maneira, reativar a atividade econômica. Em 2000, houve nova rodada de corte de alíquota sobre as operações de crédito com pessoa física, que passou de 6% para 1,5% no mês de outubro (Portaria do Ministério da Fazenda nº 385), igualando-a à alíquota já praticada nas operações de pessoas jurídicas. Essa redução fazia parte de um conjunto de medidas do governo e do BCB – como a queda do compulsório de 10% para 0% sobre os depósitos a prazo – com o objetivo de diminuir as taxas de juros dos empréstimos.

Entre 2001 e 2007, não houve alterações relevantes nas alíquotas de IOF que pudessem causar fortes variações

na arrecadação do imposto. Nesse período, consolidou-se uma perda de participação das receitas provenientes de operações cambiais resultante de cortes nas alíquotas verificados no final dos anos 1990 – e não recompostos posteriormente – e da aversão ao risco Brasil, que levou a saldos negativos da conta capital e financeira do balanço de pagamentos em 2004 e 2005. A participação dessas operações na arrecadação total caiu, então, de 4,42%, em 1999, para 1,53%, em 2004 (Gráfico 1). A receita do IOF tendeu, assim, a reagir à evolução de sua principal base de incidência, em que se destacou o crescimento das operações de crédito, a partir de 2004, a uma taxa anual média de 22,4% entre 2004 e 2007. Ainda assim, a arrecadação do IOF saiu de R\$ 5,7 bilhões (valores deflacionados pelo IPCA) para R\$ 8,2 bilhões entre 2001 e 2007, um crescimento (43,6%) nada desprezível.

Nos anos seguintes, dois fatores romperam com a trajetória de crescimento moderado da receita do IOF: a extinção da CPMF e a compensação da perda de receita por meio da elevação em 0,38 p.p. das alíquotas do

IOF [Decretos nº 6.306/2007, 6.339/2008, 6.391/2008, 6.655/2008] – assim como havia ocorrido em 1999 – e o aprofundamento da crise financeira internacional em 2008, que acarretou, após a falência do Lehman Brothers em meados de setembro, abrupta reversão dos fluxos de capitais. O aumento do peso da arrecadação com operações cambiais de 2% para 13%, entre 2007 e 2008, foi condicionado, sobretudo, pela saída de fluxos de capitais. Entre as medidas adotadas em dezembro de 2008 para sustentar a atividade econômica cita-se a redução pela metade (de 3,0% para 1,5%) da alíquota de IOF das operações de crédito com pessoa física [Decreto nº 6.691/2008] sobre algumas modalidades de crédito. Somadas a outras desonerações, como o Decreto nº 6.655/2008 referente ao financiamento de motocicletas a pessoa física, ou Decreto nº 6.613/2008 sobre operações de câmbio, as medidas do final de 2008 impactaram negativamente a arrecadação de 2009. No segundo semestre de 2009, diante do retorno dos fluxos de capitais para o país, o governo federal elevou alíquotas do IOF sobre operações de câmbio, tentando desestimular as aplicações de prazos mais curtos realizadas por estrangeiros: o Decreto nº 6.983 de setembro de 2009 aplicou uma alíquota de 2% sobre as operações de liquidações de câmbio para ingresso de recursos estrangeiros com o propósito de investir no mercado de capitais brasileiro e o Decreto nº 7.011 do mês de novembro estabeleceu uma alíquota de 1,5% sobre as operações nas bolsas de valores nacionais com objetivo de lastrear papéis negociados no exterior. O impacto dessas medidas pode ser visto no Gráfico 1, que mostra o aumento da participação da arrecadação com operações de câmbio no total das receitas do IOF (14,3% da receita total do IOF). Como resultado, a arrecadação do IOF em 2009 sofreu uma queda real de 9,8% em relação ao ano anterior (Tabela 1).

Com a retomada dos fluxos de capitais e a valorização da taxa de câmbio, em 4 de outubro de 2010, a alíquota do IOF foi elevada de 2% para 4% sobre a aplicação de estrangeiros em fundos de renda fixa e títulos do Tesouro Nacional [Decreto nº 7.323/2010]. Quatorze dias depois, essa mesma alíquota foi novamente elevada para 6%

por meio do Decreto nº 7.330/2010, que também previa a elevação da alíquota de 0,38% para 6% sobre as margens de garantias pagas em dinheiro referentes a operações cambiais realizadas por não residentes nas bolsas de mercadorias e mercados futuros. A participação da arrecadação proveniente de operações cambiais chegou a 25,25% do total arrecadado com o IOF em 2010 (Gráfico 1).

Em 2011, as alterações nas alíquotas do IOF continuaram sendo condicionadas pela gestão dos efeitos da crise internacional sobre a economia brasileira. A busca por evitar a continuada apreciação da taxa de câmbio levou à elevação das alíquotas em diferentes modalidades de operação cambial na primeira metade do ano: em 28 de março, o Decreto nº 7.456 do Ministério da Fazenda elevou de zero para 6% o IOF sobre captações externas de até 360 dias,¹¹ prazo que foi estendido para 720 dias em 6 de abril por meio do Decreto nº 7.457; em 26 de julho, a Medida Provisória nº 539 autorizou a cobrança de IOF sobre contratos de derivativos a uma alíquota máxima de 25%; na mesma data o Decreto nº 7.536, e posteriormente o Decreto nº 7.563, estipulou a alíquota de 1% sobre a exposição líquida vendida em contratos derivativos cambiais acima de US\$ 10 milhões¹² e de 6% para operações de empréstimo externo contratadas por prazo superior a 720 dias e liquidadas antecipadamente. Estas decisões se enquadram em medida de natureza macroprudencial. 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 ajudou a reduzir a volatilidade sobre o câmbio e potencializar os efeitos das medidas de gestão dos fluxos de capitais previamente adotadas, inclusive a instituição, em 6 de janeiro de 2011, pelo BCB de um depósito compulsório (em reais) de 60% do valor das posições vendidas em câmbio e assumidas pelos bancos (Circular nº 3.520) (Prates, 2009 e 2011). Ademais, em 25 de março de 2011, com o objetivo de conter o crescente déficit em conta-corrente, o Ministério da Fazenda elevou a alíquota incidente sobre

11. As captações externas com prazo inferior a 90 dias já eram tributadas a uma alíquota de 5,38%.

12. Os derivativos cambiais desempenhavam papel central na apreciação do real, razão pela qual o governo brasileiro decidiu, finalmente, elevar o custo de transação a essas operações por meio da cobrança de IOF sobre as operações líquidas.

compras no exterior com cartão de crédito de 2,38% para 6,38% com o Decreto nº 7.454. A preocupação com os desdobramentos do crescimento acelerado e prolongado das operações de crédito sobre o nível de endividamento das famílias e a solidez do sistema bancário ensejou a duplicação da alíquota sobre as operações de crédito a pessoas físicas, de 1,5% para 3%, a partir de abril de 2011 (Decreto nº 7.458).¹³ Essa alíquota seria reduzida para 2,5% apenas em 1º de dezembro [Decreto nº 7.623], como parte do pacote de medidas do Ministério da Fazenda para evitar uma desaceleração da economia em nível mais acentuado que o esperado.

Quanto à CPMF, entre 1997 e 2007, o volume de recursos arrecadados (deflacionados pelo IPCA) saltou de R\$ 13,7 bilhões (0,7% do PIB) para R\$ 38,3 bilhões (1,4% do PIB).

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A experiência brasileira com a tributação de transações financeiras, resumida neste artigo, ilustra a capacidade de esses tributos perseguirem um conjunto relativamente amplo de objetivos. A criação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), na década de 1960, lhe concedia um caráter regulatório, auxiliar das políticas monetária e cambial. Esse aspecto era reforçado, inclusive, pelo destino dos recursos arrecadados com esse tributo, que compuseram “reservas monetárias” sob gestão da autoridade monetária entre 1966 e 1983. A análise do período recente indica, contudo, uma diversificação dos objetivos do IOF. Seu caráter arrecadatório foi reforçado, quando elevações de suas alíquotas buscaram compensar a queda de receita ocasionada pela redução ou extinção de outros tributos, como foi o caso em 1999 e 2008, em substituição à arrecadação da CPMF, e novamente em 2011, devido à menor arrecadação com o reajuste da tabela do imposto de renda retido na fonte.

Desde 2009, três outros objetivos foram conferidos ao IOF. Esse tributo voltou a ser usado como instrumento de controle de capitais, o que esteve estreitamente associado

Em comparação ao IOF, a receita obtida com a CPMF representa uma parcela mais importante das receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal: 8,1% em média entre os anos de 1997 e 2007 (Tabela 1).

Apesar das críticas dos setores contrários à CPMF, a evolução dos estoques de crédito, sobretudo a partir de 2004, assim como da Bovespa sugerem que a existência da CPMF não constituiu um entrave à intermediação bancária e financeira. Ademais, como apontam Coelho et al. (2001) e os dados da Receita Federal, a arrecadação da CPMF se manteve em trajetória ascendente desde sua criação, contestando seu impacto negativo sobre a base de incidência. Em média, a CPMF contribuiu com cerca de um terço do total de recursos do Ministério da Saúde nos seus 11 anos de existência.

ao cenário de abundante liquidez internacional e elevado diferencial de juros da economia brasileira. Adicionalmente, elevações das alíquotas desse tributo também constituíram instrumento de política macroprudencial, prevenindo um aumento da exposição ao risco sistêmico dos bancos com a desaceleração do ritmo de expansão do crédito ao consumo e com o desincentivo a captações externas dos bancos.

E por fim, com a redução ou eliminação da cobrança de IOF sobre determinadas modalidades de captação de recursos nos mercados de capitais, o IOF voltou a ser utilizado como instrumento de política financeira, visando ao desenvolvimento de um mercado secundário de títulos privados de dívida. No âmbito do pacote de medidas de estímulo ao financiamento privado de longo prazo lançado em dezembro de 2010, a tributação do mercado de capitais foi alterada para atrair investidores. Por meio do Decreto nº 7.412, de 30 de dezembro de 2010, o governo, além de eliminar a cobrança de IOF nas operações de compra e venda de títulos privados com prazo de até 30 dias,¹⁴ modificou a tributação sobre

13. A medida atingiu todas as modalidades de crédito à pessoa física, exceto o crédito imobiliário.

14. Por um provável erro de redação, o Decreto n. 7.424, de 30 de dezembro de 2010, conferiu isenção de IOF, no resgate e/ou revenda em até 30 dias, de todos os títulos privados de renda fixa, inclusive os Certificados de Depósito Bancário (CDB), que embora tenham liquidez diária são depósito a prazo. Assim, quatro meses depois, por meio do Decreto n. 7.487, de 23 de maio de 2011, o governo explicitou que a desoneração do IOF incide sobre aplicações de curto prazo (até 30 dias) em debêntures, letras financeiras e certificados de recebíveis imobiliários (CRI) enquanto o resgate e a revenda de CDB e de outros títulos privados de renda fixa com menos de 30 dias continuam sujeitos à incidência regressiva da alíquota de 1%.

rendimentos periódicos (“cupom de remuneração”) pagos aos investidores, estabelecendo que a negociação de títulos fora da data de pagamento do cupom não geraria tributação adicional. Igualmente, foi concedida, a partir de janeiro de 2011, desoneração do IOF incidente sobre a entrada de recursos estrangeiros em fundos de *private equity*, tais como os fundos de investimento em participação (FIP) e fundos mútuos de investimentos em empresas emergentes (FMIEE). Em dezembro de 2011, foi zerada a alíquota sobre as operações de câmbio associadas a estes investimentos, bem como às aplicações de não residentes em títulos privados com prazo superior a seis anos (*duration* de quatro anos) vinculados a projetos de investimento em infraestrutura. Diferentemente do IOF, o objetivo da CPMF foi, desde sua criação, arrecadatório. Entre 2001 e 2007, contudo, um novo papel lhe foi concedido, fazendo do cruzamento de informações sobre as declarações de renda com a arrecadação da CPMF um instrumento eficaz de combate à sonegação fiscal e à “lavagem de dinheiro”

(autorizada pela Lei nº 10.174/2001). A consolidação dessa prática de fiscalização no período de vigência da CPMF garantiu sua permanência mesmo após a extinção da contribuição no final de 2007. Ao contrário do que supunham seus críticos, durante a vigência da sua maior alíquota (0,38%), a CPMF não causou nem desintermediação financeira nem fuga de capitais.

Dessa forma, a experiência brasileira pode fornecer importantes subsídios para o debate sobre a conveniência de tributar as transações financeiras, mediante a imposição de uma Taxa Tobin ou de uma Robin Hood Tax (<http://robinhoodtax.org.uk>) sobre os fluxos internacionais (Report..., 2010). De igual modo, outros países podem extrair lições tanto do êxito da CPMF como instrumento de combate à sonegação fiscal e à “lavagem de dinheiro” como da utilização do IOF como instrumento de controle dos fluxos de capitais e regulação macroprudencial. Enfim, o caso brasileiro fornece evidências sólidas de que os tributos sobre transações financeiras são ferramentais auxiliares bastante úteis na regulação dos mercados privados.

REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, Pedro (2001). Os impactos econômicos da CPMF: teoria e evidência. Trabalho para Discussão nº 21, Brasília, D.F., Banco Central do Brasil.

BARBOSA, Fernando de Holanda (s.d.). O sistema financeiro brasileiro. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <<http://www.fgv.br/professor/fholanda/Arquivo/Sistfin.pdf>>.

COELHO, Isaias; EBRILL, Liam; SUMMERS, Victoria. Bank debit taxes in Latin America: an analysis of recent trends. Washington, D.C.: International Monetary Fund (IMF Working Paper, n. 0167), May 2001.

KOYAMA, Sérgio; NAKANE, Márcio (2001). Os efeitos da CPMF sobre a intermediação financeira, Trabalho para Discussão nº 23, Brasília, D.F.; Banco Central do Brasil, julho.

MARQUES, Rosa M. & MENDES, Áquilas. A luta pelo financiamento as saúde pública brasileira: de 1985 a 2008. Trabalho apresentado no XV Encontro Nacional de Economia Política, São Luís, 01-04 de junho de 2010.

MUNHOZ, Vanessa da C. V. & SILVA, Thiago de M. Vulnerabilidade externa e controle de capitais no Brasil: uma análise das inter-relações entre câmbio, fluxos de capitais, IOF, juros e risco-país. Trabalho apresentado no XVI Encontro Nacional de Economia Política, Uberlândia, 21-24 de junho de 2011.

OLIVEIRA, Fabrício. A evolução da estrutura tributária e do fisco brasileiro: 1889-2009. Brasília: IPEA (Texto para Discussão, n. 1.469), 2010.

_____. A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil. Belo Horizonte: Oficina de Livros, 1991.

PRATES, Daniela M. (2011) Dealing with capital flows in the post-crisis context: the Brazilian experience. Presentation at Workshop “Financial Sector Development for Sustained Growth”, organized by IE/UNICAMP and HTW Berlin – University of Applied Sciences, Campinas, September. Disponível em http://daadpartnership.htw-berlin.de/fileadmin/Workshops/2011_Campinas/Slide_Shows/Prates_Capital_Flows_Brazil_01.pdf

_____. (2009) Os fluxos de capitais para a economia brasileira em 2007 e no primeiro quadrimestre de 2008. In: BIASOTO Junior, Geraldo; NOVAIS, Luis Fernando; Freitas, M. Cristina P. (Org.). Panorama das Economias Internacional e Brasileira: dinâmicas e impactos da crise global. 1 ed. São Paulo: Fundap, v. 1, p. 198-214.

REPORT of the Committee of Experts to the Taskforce on International Financial Transactions and Development. Globalizing solidarity: the case for financial levies. Disponível em: <<http://leadinggroup.org/article668.html>>. [Tradução para o português: Relatório do Comitê de Peritos para a Força-Tarefa sobre Transações Financeiras Internacionais para o Desenvolvimento. Globalizar a solidariedade: em defesa da taxação dos fluxos financeiros. Brasília, IPEA, 2010].

SCHUTTE, Giorgio R. Evolução do debate sobre taxação de fluxos financeiros. In: CINTRA, Marcos A. M.; SCHUTTE, Giorgio R.; VIANA, André R. (Orgs.). Globalização para todos: taxação solidária para os fluxos financeiros internacionais. Brasília: IPEA, p.21-43, 2010.

TORRES, David et al. Revelando o sistema tributário brasileiro. São Paulo: Edições Sinafesp. 2003.

A INSTITUCIONALIDADE DO MERCADO DE CÂMBIO BRASILEIRO E A REGULAÇÃO DOS DERIVATIVOS CAMBIAIS¹

1. INTRODUÇÃO

O sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo que emergiu após o colapso de Bretton Woods constitui um arranjo institucional hierarquizado e assimétrico, no qual o dólar fiduciário desempenha o papel de divisa-chave. Na sua dimensão monetária, seus demais traços são o regime de câmbio flexível e a livre mobilidade de capitais. Em sua dimensão financeira, sua principal característica é o ambiente de globalização financeira. Como destaca Chesnais (1996), esse ambiente emergiu a partir da eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, da interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e da sua integração aos mercados globalizados. Contudo, a globalização financeira também é assimétrica, incorporando de forma desigual os países centrais e periféricos. Nesse último grupo de países, os que se inseriram nesse ambiente se tornaram “países emergentes”.

Assim, além da integração dos mercados *on-shore* aos mercados *off-shore* e entre os mercados *on-shore*, a globalização financeira se caracteriza, igualmente, pela integração entre os mercados de diferentes temporalidades, ou seja, entre os mercados à vista e de derivativos, que são mercados de liquidação diferida. Essa última dimensão é

fundamental para o entendimento da formação dos preços dos ativos financeiros, em geral, e da taxa de câmbio nominal, em particular – que, além de se tornar um elemento-chave nessa formação (Aglietta, 1986), consolidou-se como um ativo financeiro no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Os mercados de derivativos vinculados às taxas de câmbio – que proliferaram desde os anos 1980 –³ passaram a exercer uma influência decisiva no processo de formação do preço das principais divisas negociadas nos mercados cambiais globais (dólar, marco/euro, iene, libra esterlina, franco suíço),⁴ devido às características destes mercados, principalmente, sua maior alavancagem, os elevados volumes negociados – e, com isso, sua maior liquidez, relativamente aos mercados à vista –, bem como sua transparência quando negociados nos mercados organizados (bolsas de valores). Ou seja, entre os fatores condicionantes da dinâmica contemporânea das taxas de câmbio nominais, destacam-se os fluxos de capitais (mais especificamente, a alocação dos portfólios entre ativos denominados em diferentes divisas) e as posições dos agentes nos mercados de derivativos cambiais.

A influência destas posições na formação das taxas de câmbio, contudo, não se restringe às divisas dos países

DANIELA MAGALHÃES PRATES²



1. Esse artigo baseia-se nos capítulos 2 e 3 da tese de livre-docência da autora (Prates, 2014).

2. Professora livre-docência do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisadora do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

3. O mercado de câmbio foi o primeiro mercado a se tornar globalizado (Chesnais, 1996) e o contrato futuro de câmbio do dólar inaugurou o mercado de derivativos financeiros, ao ser lançado em março de 1972, pela Chicago Mercantile Exchange. Isto ocorreu em resposta à grande volatilidade introduzida pelo regime de câmbio flutuante após a ruptura dos acordos de Bretton Woods, que fez com que boa parte das incertezas de curto prazo se concentrasse na taxa de câmbio e engendrasses uma demanda por cobertura de riscos. De forma praticamente simultânea, esses mercados também se tornaram um locus privilegiado de especulação (Farhi, 1998).

4. O estudo de Klitgaard (2004), por exemplo, mostra a importância das posições vendidas nos mercados futuros na formação da taxa de câmbio à vista do dólar no curto prazo.

centrais, sendo também observada em alguns países emergentes com mercados cambiais integrados financeiramente com o exterior e com um segmento de derivativos líquido e profundo. Entre estes, destaca-se o Brasil. Embora vários estudos (Farhi, 2006 e 2010; Garcia e Urban, 2004; Prates, 2009; Kaltenbrunner, 2010; Rossi, 2012) comprovem, a partir de diferentes metodologias, que a formação da taxa de câmbio nominal brasileira ocorre no mercado futuro de câmbio, eles não explicam os determinantes da sua primazia em comparação ao mercado à vista.

O objetivo deste artigo é, exatamente, fornecer uma explicação para esta especificidade do mercado de câmbio brasileiro relativamente à maioria dos países

emergentes. Foi esta especificidade, por sua vez, que levou o governo brasileiro a adotar instrumentos de regulação dos derivativos cambiais, ao lado dos controles de capitais e da regulação financeira prudencial, para conter a apreciação do real no contexto de elevado apetite por risco e busca de rentabilidade pelos investidores globais que sucedeu a crise financeira global de 2008.

Os argumentos estão organizados da seguinte forma. Na segunda seção, apresentam-se as características institucionais do mercado de câmbio brasileiro que explicam essa especificidade. Na terceira seção, analisa-se o papel da regulação dos derivativos cambiais na gestão do regime de câmbio flutuante brasileiro. Seguem-se, na quarta seção, algumas considerações finais.

2. A INSTITUCIONALIDADE DO MERCADO DE CÂMBIO BRASILEIRO

O mercado de câmbio é o segmento do mercado financeiro de cada país onde a taxa de câmbio nominal – o preço relativo entre duas moedas – é determinada. Ao contrário dos demais segmentos – mercados monetário, de crédito bancário e de capitais –, as transações no mercado de câmbio envolvem, necessariamente, duas moedas nacionais (a moeda doméstica e a moeda estrangeira). Nos países emergentes, como o Brasil, a moeda estrangeira é, em geral, o dólar americano (US\$) – as divisas-chave do sistema monetário internacional contemporâneo – e a taxa de câmbio é definida de forma indireta, ou seja, como o preço da moeda estrangeira (R\$/US\$).

Assim, o processo de formação da taxa de câmbio de um país dependerá do regime cambial adotado – entendido como o método de determinação da taxa de câmbio –, bem como da institucionalidade do mercado de câmbio em questão. Esta última definida como as instituições, em sentido amplo, que moldam o lócus de interação entre os agentes demandantes e ofertantes de divisas, seja no mercado à vista, seja no mercado de derivativos (onde são negociados instrumentos de liquidação diferida vinculados à taxa de câmbio da moeda em questão). Mais especificamente, em

cada país, a autoridade econômica competente (na maioria dos casos, o banco central), estabelece o conjunto de regras que disciplinam o funcionamento do mercado de câmbio em cada um dos seus segmentos (à vista e de derivativos) no que diz respeito ao espectro de operações permitidas e de agentes atuantes. Consequentemente, ela condiciona a gestão do regime cambial vigente (isto é, a política cambial), podendo ampliar ou restringir sua eficácia.

A institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro sofreu profundas alterações a partir do final dos anos 1980, condicionadas pelos processos de desregulamentação cambial e de ampliação da conversibilidade da conta-corrente e financeira do balanço de pagamentos. Ademais, esses processos foram interdependentes. Isso porque a desregulamentação foi uma pré-condição para a obtenção desta conversibilidade, na medida em que envolveu a eliminação de várias restrições até então vigentes às transações cambiais entre residentes e não residentes cursadas pela conta-corrente e pela financeira.⁵ Simultaneamente, algumas mudanças no marco regulatório relativo à abertura comercial e, sobretudo, financeira, também moldaram esta institucionalidade.⁶

5. Conversibilidade é sinônimo de inexistência de restrições às transações cursadas pela conta-corrente e pela financeira. Já os processos de abertura comercial e financeira dizem respeito à eliminação destas restrições no caso da balança comercial e da conta financeira.

6. Sobre o processo de abertura financeira da economia brasileira, ver Freitas (1999); Freitas e Prates (2001).

Se, por um lado, as mudanças na institucionalidade cambial – em direção a uma crescente liberalização das transações entre residentes e não residentes – foram precondições para o retorno dos fluxos de capitais voluntários para o Brasil, a partir do início dos anos 1990; por outro lado, elas foram impulsionadas e/ou viabilizadas por esse retorno, que aliviou a situação de restrição externa vigente nos anos 1980.⁷ Em outras palavras, esses movimentos interdependentes foram, ao mesmo tempo, causa e consequência da reinserção da economia brasileira no mercado financeiro internacional. Ademais, eles tiveram como denominador comum a sistemática de implementação por meio de resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN) e circulares do Banco Central do Brasil (BCB) – e, em alguns poucos casos, Medidas Provisórias (MP) da Presidência da República (Biancareli, 2010). Isso significa que os processos de liberalização cambial e abertura financeira da economia brasileira ocorreram sem a revogação ou alteração da Lei nº 4.131 de 1961, que regulamenta os capitais estrangeiros no país e tem prerrogativa sobre estes instrumentos de status legal inferior.⁸

Ao longo dos anos 1990, quando vigorava um regime de câmbio administrado, os processos interdependentes de desregulamentação cambial, abertura comercial e abertura financeira tiveram como desdobramentos uma nova institucionalidade do mercado de câmbio, caracterizada por uma maior liberdade cambial no que diz respeito às operações entre o país e o exterior e aos agentes atuantes e, por conseguinte, por um amplo grau de conversibilidade externa da moeda nacional. Já a conversibilidade interna dessa moeda – permissão de transações monetárias e financeiras em (e denominadas em) moeda estrangeira no espaço doméstico – permaneceu muito limitada.

Assim, quando o regime de câmbio flutuante foi adotado em janeiro de 1999 – em substituição ao regime de bandas cambiais vigentes desde março de 1995 –, a institucionalidade do mercado de câmbio diferenciava-se, de forma significativa, da vigente no início da década de

1990, no que diz respeito às modalidades de transações permitidas e agentes atuantes. Contudo, ainda persistiam resquícios do contexto de restrição cambial dos anos 1980 (como o monopólio cambial do BCB) e limites às aplicações dos investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico. Mudanças adicionais no sentido de uma maior liberalização cambial, implementadas a partir do ano 2000, culminaram em uma nova institucionalidade a partir de 2005.

Em 2000, durante o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, a gestão de Armínio Fraga Neto no BCB concluiu o processo de abertura financeira no que diz respeito ao ingresso de capitais de não residentes. A Resolução nº 2.689 de 13 de janeiro de 2000 autorizou os investidores não residentes a investirem nos mesmos produtos disponíveis aos aplicadores locais, sendo livre o trânsito de investimentos em renda variável para renda fixa e vice-versa, observadas as diferenças de tratamento tributário aplicáveis. Do ponto de vista da institucionalidade do mercado de câmbio, a principal mudança introduzida por essa Resolução foi a permissão das posições dos investidores não residentes, sem limites, no mercado de derivativos cambiais negociados no país. Na regulamentação anterior, estas operações somente eram permitidas para *hedge* das posições nos mercados à vista (ou seja, dos investimentos em ações e renda fixa no país).

Após a Resolução nº 2.689/2000, três mudanças adicionais na institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro completaram o processo de liberalização cambial. A primeira foi a unificação dos segmentos comercial e flutuante (criado em 1989) em março de 2005 (Resolução nº 3.265 de 4/03/2005), no primeiro mandato do presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Com isso, qualquer residente no país (pessoa física e jurídica) passou a poder efetuar suas remessas diretamente. De forma praticamente simultânea à unificação dos segmentos livre e flutuante, foi instituído, pela Circular n. 3.280, de 09/03/2005, o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI).⁹ A

7. Como ressalta Pires de Souza (1993), uma parte significativa do processo de desregulamentação cambial na década de 1990 foi um movimento de restauração das regras modificadas para lidar com a escassez de divisas vigente nos anos 1980 devido à crise da dívida externa.

8. A vigência da Lei nº 4.131/1961 significa que o governo brasileiro tem o direito de impor controles cambiais sobre qualquer conta do balanço de pagamentos. É exatamente sua não revogação que está por detrás do argumento de Arida 2003a, 2003b, de que existiria uma incerteza jurisdicional no Brasil em relação à conversibilidade de direito da moeda brasileira, o que resultaria em um prêmio de risco na formação das taxas de juros internas.

9. O RMCCI substituiu a Consolidação das Regras Cambiais (CRC). Disponível em: <www.bcb.gov.br/rex/rmcci/port/rmcci.asp>.

segunda mudança foi a abolição do monopólio de câmbio da autoridade monetária em janeiro de 2006, quando os bancos foram isentos da obrigação de depositar no BCB, sem remuneração, os valores que excedessem a posição comprada de US\$ 5 milhões, um dos últimos resquícios desse monopólio. A terceira mudança, que ocorreu no segundo mandato do presidente Lula, foi a extinção da cobertura cambial às exportações em março de 2008 (Resolução nº 3.548), ou seja, a partir de então os exportadores brasileiros passaram a poder manter 100% das suas receitas no exterior.

Enfim, a institucionalidade atual do mercado de câmbio brasileiro é definida, essencialmente, por duas regulações: i) a Resolução nº 2.698/2000, em função, principalmente, da sua implicação para o mercado de derivativos cambiais; ii) o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI). De acordo com o RMCCI, o mercado de câmbio é regulamentado e fiscalizado pelo BCB. Ele compreende as operações de compra e de venda de moeda estrangeira, as operações em moeda nacional entre residentes, domiciliados ou com sede no país e residentes, domiciliados ou com sede no exterior e as operações com ouro-instrumento cambial, realizadas por intermédio das instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio pelo BCB, diretamente ou por meio de seus correspondentes. Esse mercado também inclui as operações relativas aos recebimentos, pagamentos e transferências do e para o exterior mediante a utilização de cartões de uso internacional, bem como as operações referentes às transferências financeiras postais internacionais, inclusive vales postais e reembolsos postais internacionais.¹⁰

Na perspectiva aqui adotada, o principal traço estrutural da institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro é regulado pelo capítulo 14 do título 1 do RMCCI, “Conta em Moeda Estrangeira no País”. De acordo com esse capítulo, contas em moedas estrangeiras no país, de movimentação restrita, somente podem ser abertas em bancos autorizados a operar no mercado de câmbio pelos seguintes agentes: i) a gências de turismo e prestadores de

serviços turísticos; ii) embaixadas, legações estrangeiras e organismos internacionais; iii) Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos; iv) empresas administradoras de cartão de crédito internacional; v) empresas encarregadas da implementação e desenvolvimento de projetos do setor energético; vi) estrangeiros transitoriamente no país e brasileiros residentes no exterior; vii) sociedades seguradoras, resseguradoras e corretoras de resseguro; viii) transportadores residentes, domiciliados ou com sede no exterior; ix) agentes autorizados a operar no mercado de câmbio; x) subsidiárias e controladas, no exterior, de instituições financeiras brasileiras.

Assim, um número bastante limitado de agentes tem o direito legal de manter contas em moeda estrangeira no mercado bancário doméstico, as quais não são de movimentação livre. Vale dizer, estes agentes apenas podem realizar um número restrito de transações mediante essas contas. A proibição de abertura de contas em moeda estrangeira para a maioria dos agentes residentes no país significa que a conversibilidade interna da moeda ainda é muito limitada. Na realidade, nesse quesito, a única diferença em relação à configuração institucional vigente no final dos anos 1980 (antes do início do processo de liberalização cambial) é a permissão dessas contas, que envolvem volumes pouco significativos de recursos. Assim, pode-se afirmar que, de fato, as transações em moeda estrangeira no espaço nacional são praticamente inexistentes. Vale mencionar que esta característica distintiva da economia brasileira, em comparação à maioria das suas congêneres, está associada às especificidades do processo inflacionário no país, que não resultou na progressiva dolarização das transações monetárias e financeiras em função do processo generalizado de indexação, que culminou no desenvolvimento da chamada “moeda indexada” (remuneração dos depósitos à vista). Essa inovação financeira não somente evitou a desintermediação bancária, mas também contribuiu para o crescimento do sistema bancário e a sofisticação das suas operações, sob a liderança de grandes bancos brasileiros e estrangeiros.¹¹ Este traço estrutural – a limitada conversibilidade interna da moeda – tem implicações de extrema relevância para a

10. À margem da lei, funciona um segmento denominado mercado paralelo. São ilegais os negócios realizados no mercado paralelo, bem como a posse de moeda estrangeira oriunda de atividades ilícitas.

11. Sobre as especificidades do processo inflacionário no Brasil nos anos 1980 e suas implicações para o sistema financeiro, ver Belluzzo e Almeida (2002).

institucionalidade dos segmentos à vista e de derivativos do mercado de câmbio brasileiro. No âmbito do mercado à vista, o grau extremamente limitado de conversibilidade interna da moeda resulta na impossibilidade dos agentes residentes e não residentes deterem posições cambiais nesse mercado. Os únicos agentes que podem assumir essas posições são os bancos que possuem carteira de câmbio (em US\$). No que se refere aos derivativos cambiais, a não conversibilidade interna da moeda para a maioria dos agentes residentes também é a causa da sua principal especificidade, qual seja, seu caráter *non-deliverable*, isto é, os ganhos e perdas nas operações com estes instrumentos são liquidados em reais e não em dólares (como na maioria dos países). Exatamente em função da sua liquidação em moeda doméstica, no mercado de derivativos não existe limite às posições dos agentes bancários e não bancários (inclusive não residentes).¹²

Essa assimetria regulatória entre os segmentos à vista e de derivativos do mercado de câmbio brasileiro, ao lado da abertura do mercado de derivativos cambiais aos investidores estrangeiros em janeiro de 2002, constituem determinantes institucionais da maior liquidez e profundidade do mercado de derivativos cambiais *vis-à-vis* ao segmento à vista. O que resulta, por sua vez, no papel fundamental deste mercado na formação da taxa de câmbio do real, já documentado por alguns estudos (Farhi, 2010; Garcia e Urban, 2004; Prates, 2009; Rossi, 2012; Ventura e Garcia, 2012). Esse papel também decorre de fatores macroeconômicos, entre os quais se destacam a adoção do regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999 (que ampliou a demanda por moeda estrangeira para *hedge*, arbitragem e especulação) e o elevado diferencial entre os juros interno e externo, que estimulou as operações de derivatives carry trade, como detalhado na próxima seção.

3. A REGULAÇÃO DOS DERIVATIVOS CAMBIAIS NO BRASIL

A abrupta retração dos fluxos de capitais para as economias emergentes no último trimestre de 2008, desencadeada pela fase mais aguda da crise financeira global, foi efêmera. No final do primeiro trimestre de 2009, estes fluxos começaram a fluir novamente para estas economias em busca de ganhos especulativos em um contexto de taxas de juros historicamente baixas, expansão da liquidez nos países centrais e redução da aversão aos riscos em âmbito global (IMF, 2011a, 2011b). Assim, a própria resposta à crise, as políticas monetárias anticíclicas deram origem, num curto período de tempo, a um novo *boom* de fluxos de capitais e de apetite por riscos (Akyüz, 2011). Como nos ciclos precedentes, os principais determinantes do retorno dos capitais estrangeiros para as economias emergentes foram os chamados *push factors* (fatores externos), sobretudo as condições monetárias

laxas nos países centrais e, em especial, no país emissor da divisa-chave, os Estados Unidos. Ademais, as inéditas ações anticíclicas (monetária e fiscal) conseguiram evitar a depressão, contribuindo para a rápida redução da aversão global ao risco, outro condicionante fundamental da dinâmica desses capitais. Todavia, da mesma forma que nos episódios anteriores de *money chasing yield*, os *pull factors* (os fatores internos) fomentaram os fluxos de capitais para as economias emergentes.

A diferença entre os juros interno e externo aumentou após a crise devido às baixas taxas de juros nos países centrais e à redução do risco relativo dos ativos emitidos por empresas, bancos e governos dos países emergentes, por conta da saída bem-sucedida da crise. Nesse contexto, as operações de *currency carry trade*,¹³ atraídas pelo diferencial de juros, ressurgiram com força (IMF, 2011b).

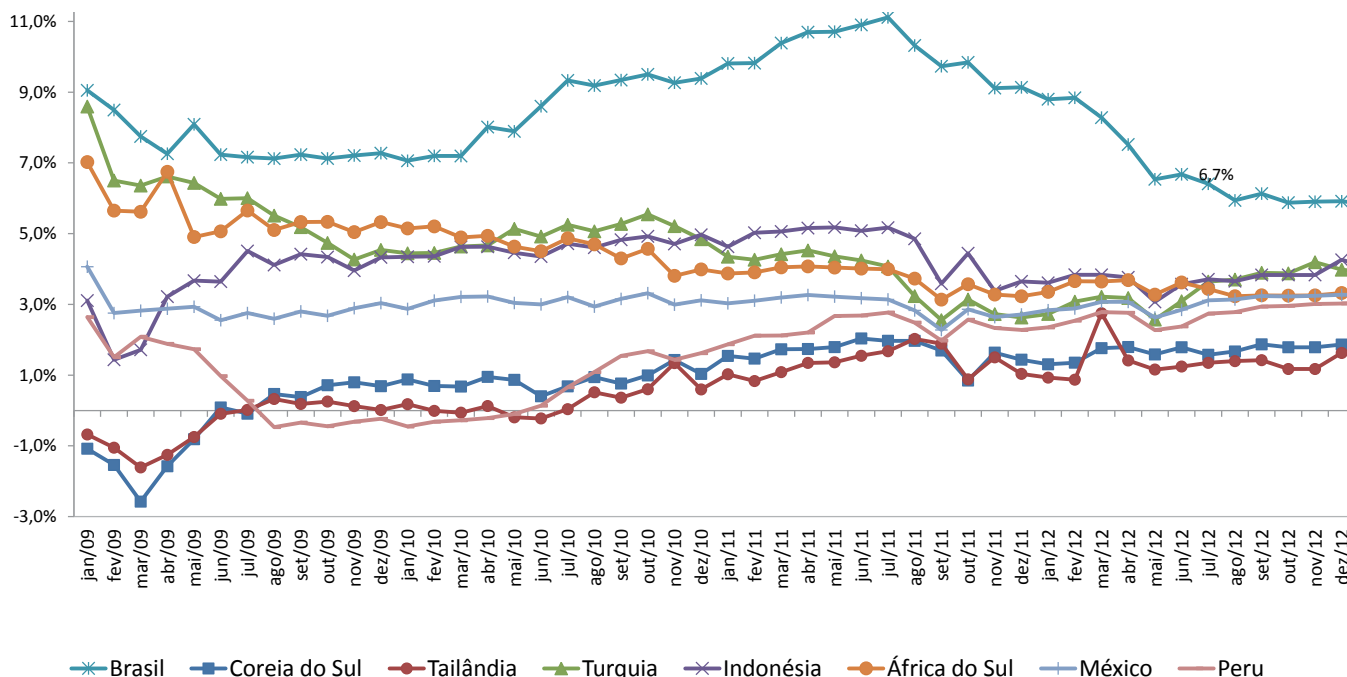
12. De acordo com Garcia e Urban (2004) e Ventura e Garcia (2012), o fato de somente os bancos com carteira de câmbio poderem ter posições no mercado à vista – restrição que não se aplica ao mercado futuro –, explicaria a “primazia do mercado futuro curto *vis-à-vis* o mercado à vista de câmbio no Brasil” (Ventura e Garcia, 2012, p. 3). Esses autores, contudo, não explicam o determinante, em última instância, desta diferença entre os dois segmentos, qual seja, a limitada conversibilidade interna da moeda brasileira.

13. Esse tipo de *carry trade* consiste na estratégia de usufruir o diferencial de juros entre duas moedas, podendo ser realizado no mercado à vista ou de derivativos. Como destacam Gagnon e Chaboud (2007), o *canonical carry trade* envolve a venda da moeda com taxa de juros mais baixa (*funding currency*) e a aplicação na moeda com a taxa de juros mais alta (*investment currency*) enquanto o *derivatives carry trade* diz respeito à formação de posições vendidas na *funding currency* e de posições compradas na *investment currency* no mercado de derivativos.

O Brasil tornou-se um destino privilegiado para essas operações, dado o elevado diferencial entre os juros internos e externos (Gráfico 1) e o alto grau de abertura financeira. De fato, a elevação da meta da taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação

e de Custódia) entre abril de 2009 e julho de 2011, num ambiente de estabilidade ou ligeira queda do risco-país, resultou na ampliação desse diferencial, que foi o principal determinante da trajetória de apreciação do real até julho de 2011.

GRÁFICO 1 - DIFERENCIAL DE JUROS PAÍSES SELECIONADOS – 2009-2012



Fonte: BCB; BLOOMBERG. Elaboração própria.

Notas: Diferencial de juros equivale à diferença entre a taxa básica de juros de cada país e a soma do risco-país (prêmio do CDS de 10 anos) e da taxa básica de juros dos EUA.

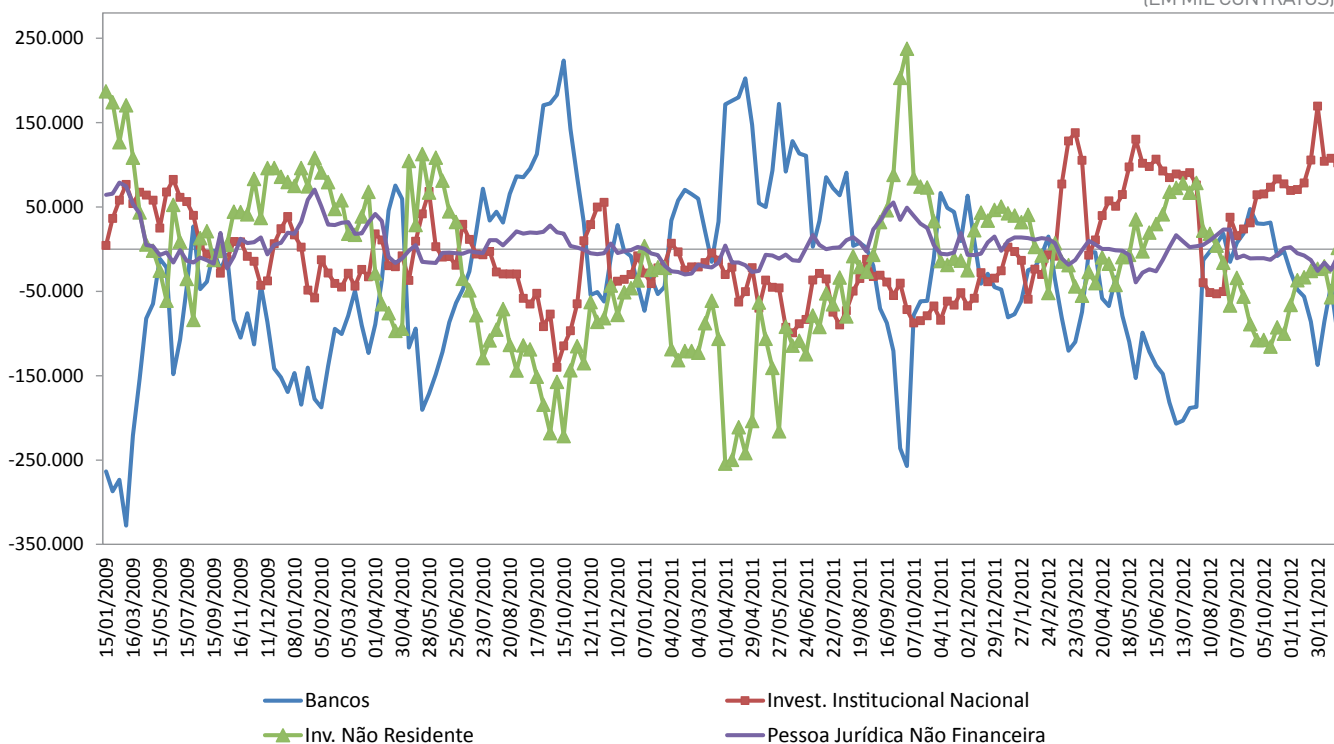
Esses ganhos foram obtidos tanto no mercado à vista (*carry trade* tradicionais, envolvendo fluxos efetivos de divisas) quanto, sobretudo, no mercado de derivativos cambiais, por meio de *derivatives carry trade*. Diante do diferencial entre os juros internos e externos e da institucionalidade do mercado de câmbio do Brasil, os investidores não residentes fizeram apostas na apreciação do real no segmento futuro do mercado de câmbio (BM&FBOVESPA), sobretudo entre maio de 2010 e julho de 2011, ampliando os volumes negociados e, assim, sua liquidez. Como mostra o Gráfico 2, essas apostas resultaram em posições líquidas vendidas em contratos futuros de dólar, que significam venda líquida dessa divisa (e, com isso, redução do seu preço, ou seja, depreciação) e, simultaneamente, compra líquida de reais, cujo preço se eleva no segmento futuro (o que equivale a uma apreciação cambial). Assim como nos demais mercados de ativos, a diferença entre os preços

nos segmentos à vista e de derivativos induzem operações de arbitragem (denominadas operações de arbitragem no tempo, conforme Farhi, 1998), que virtualmente eliminam essa diferença. Contudo, no caso do mercado de câmbio brasileiro, essas operações são conduzidas somente pelos bancos com carteira de câmbio, únicos agentes que podem deter posições em moeda estrangeira no segmento à vista.

“**O Brasil tornou-se destino privilegiado para o currency carry trade.**”

GRÁFICO 2 - POSIÇÕES LÍQUIDAS DOS INVESTIDORES EM CONTRATOS FUTUROS DE DÓLARES BRASIL - 2009-2012

(EM MIL CONTRATOS)



Fonte: BM&FBovespa. Elaboração própria.

Notas: O valor notional do contrato de dólar futuro na BM&FBovespa é US\$ 50 mil.

Diante da forte deterioração da balança comercial e do desempenho da indústria, associada à apreciação cambial, o governo brasileiro decidiu em outubro de 2010 promover mudanças na gestão do regime de flutuação com a adoção de uma ampla regulamentação dos fluxos de capitais e dos derivativos cambiais. Dado o papel fundamental das operações com esses instrumentos na dinâmica da taxa de câmbio nominal brasileira, a regulação dos fluxos de capitais (que envolve controles de capitais e da regulação financeira prudencial) revelou-se insuficiente para deter a apreciação da moeda brasileira. Se, de forma geral, essa regulação não é o instrumento mais apropriado para desestimular as operações com derivativos

cambiais (devido ao seu elevado grau de alavancagem), no caso do Brasil, o caráter *non-deliverable* desses derivativos e sua negociação por agentes residentes (financeiros e não financeiros) e não residentes a tornou totalmente ineficaz, exigindo a adoção de uma terceira modalidade de regulação. Somente após a imposição do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre o valor notional do excesso de posições vendidas em derivativos cambiais, em julho de 2011, o processo de apreciação cambial se estancou. A elevação do IOF sobre as margens de garantia dos contratos futuros de US\$ em outubro de 2010 também foi ineficaz em função da elevada alavancagem destes instrumentos.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A expressiva depreciação nominal da moeda brasileira entre junho e agosto de 2013, desencadeada pela perspectiva de normalização da política monetária americana revelou a insuficiência da regulação reativa à abundância de fluxos de capitais e ao *search for yield* mediante as operações

de *derivatives carry trade* nas fases de alta dos ciclos. Foi exatamente a especificidade do mercado de câmbio brasileiro destacada neste artigo – o papel fundamental do seu segmento de derivativos cambiais *non-deliverable* na dinâmica da taxa de câmbio nominal associado à

inexistência de limites às posições dos agentes – que potencializou a especulação contra o real devido ao alto grau de alavancagem desses instrumentos.

Assim, em um contexto de inexistência de controles cooperativos na origem sobre as finanças interfronteiras (como defendeu Keynes nos debates que precederam a conferência de Bretton Woods), a regulação dos derivativos

cambiais somente será eficaz no sentido de reduzir a volatilidade e a “sobrereação” da taxa de câmbio ao longo das diferentes fases dos ciclos de fluxos de capitais e apetite por risco se ela penalizar, igualmente, o excesso de posições líquidas compradas em dólar, que resultam em pressões de depreciação em momentos de saída desses fluxos dos países emergentes e alta aversão do risco.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale. Paris: La Découverte, 1986.

Akyüz, Y. Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust and how? South Center, March 2011.

ARIDA, P. Ainda sobre a conversibilidade, Revista de Economia Política, vol. 23, n.3 (91), Jul-Set 2003b.

ARIDA, P. Por uma moeda plenamente conversível, Revista de Economia Política, vol. 23, n.3 (91), Jul-Set 2003a.

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. S. Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BIANCARELI, A. M. Abertura financeira no Brasil: um balanço crítico. In: MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Publisher Brasil e Atitude Editora Gráfica, 2010, p.55-88.

FARHI, 2010. Os impactos dos derivativos no Brasil. In: Marcolino, L.C.; Carneiro, R. Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Publisher Brasil e Atitude Editora Gráfica, 2010, p.209-233.

_____. 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.

_____. O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. Campinas: Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1998 (Tese de Doutorado).

FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências, Economia e Sociedade, Campinas, n. 17, p. 81-111, 2001.

FREITAS, Maria Cristina Penido de (Org.). Abertura financeira no Brasil nos anos 90. São Paulo: Edições Fundap: Fapesp, 1999, p. 61-100.

GAGNON, J.E.; CHABOUD, A. P. What can the data tell us about carry trades in Japanese yen? International Finance Discussion Papers Board of Governors of the Federal Reserve System, n. 899, July, 2007.

Garcia, M. G. P.; Urban, F. O mercado interbancário de câmbio. Rio de Janeiro: PUC, 2004.

IMF. Recent experiences in managing capital inflows: cross-cutting and possible policy framework. Washington D.C. International Monetary Fund, February, 2011b.

_____. World Economic Outlook. Washington D.C. International Monetary Fund, April, 2011a.

Kaltenbrunner, A. International financialization and depreciation: the Brazilian Real in the international financial crisis, Competition and Change 14(3-4): 294-321, 2010.

KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, P. The impossible trinity on “steroids”: inflation targeting and exchange rate management in emerging markets. Leeds University Business School, 2013.

KEYNES, J. M. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XXV, Activities 1940-44: Shaping the Post-War World, the Clearing Union, D. Moggridge (Ed.). London: Macmillan, 1980.

KLITGAARD, Thomas; WEIR. Exchange rate changes and net positions of speculators in the futures market, New York, FRBNY Economic Policy Review, May 2004.

PIRES DE SOUZA, F.E. O novo regime cambial brasileiro e suas consequências para a política econômica. Texto de Discussão 18, 1993. Brasília, Ipea

PRATES, D. M. A gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil: especificidades e dilemas. Tese de Livre Docência. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2014.

_____. Os determinantes das taxas de câmbio nominal e real no Brasil no período 2003-2007. In: FERREIRA, Francisco M. R.; MEIRELES, Beatriz B (Orgs). Ensaio sobre Economia Financeira. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, cap. 7, p. 225-286.

Rossi, P. Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da especulação e da arbitragem. Instituto de Economia, Universidade de Campinas (Tese de Doutorado), 2012.

VENTURA, André ; GARCIA, Márcio. Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: o rabo abana o cachorro. Revista Brasileira de Economia, 2012, vol.66, n.1, pp. 21-48. ISSN 0034-7140.

CHESNAIS, F. A mundialização do capital. São Paulo: Xamã, 1996.

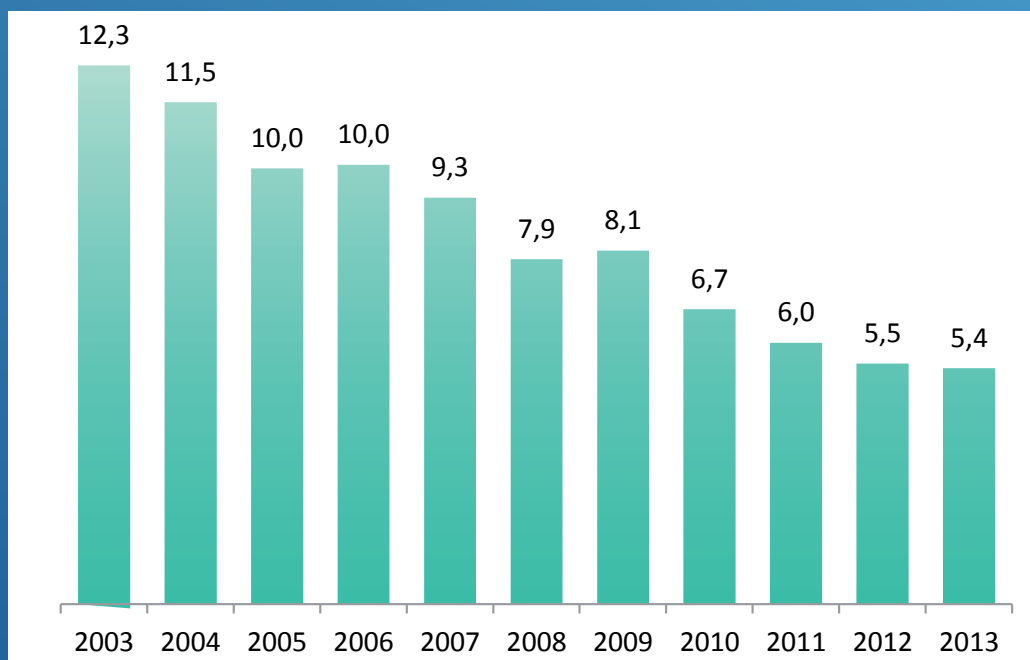
O BRASIL ENCONTRA-SE EM PLENO EMPREGO?

De 2003 a 2013 o mercado de trabalho brasileiro passou por mudanças profundas, sendo, possivelmente, uma das mais importantes o fato da taxa de desemprego, medida pela Pesquisa Mensal do Emprego do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (PME/IBGE) ter passado de 12,3% para 5,4% no conjunto das principais regiões metropolitanas brasileiras, a menor média anual histórica de acordo com os dados da atual metodologia iniciada em março de 2002. Esse comportamento contrasta com o observado na maior parte

dos países, sobretudo os desenvolvidos, que ainda sofrem os efeitos da crise financeira internacional. De acordo com dados do Fundo Monetário Internacional, publicados no *World Economic Outlook*, o desemprego nos EUA em 2013 foi de 7,4%, acima dos 5,8% de 2008; na área do euro atingiu 12,1%, ante 7,7%. O nível atual do desemprego no Brasil tem suscitado debate sobre a situação do mercado de trabalho e vem ganhando corpo a avaliação de que o país estaria em pleno emprego. Será?

TAXA DE DESEMPREGO BRASIL – 2003-2013

EM %



Fonte: IBGE. Pesquisa Mensal do Emprego.

FÁBIO JOSÉ FERREIRA DA SILVA¹



1. Mestre em Economia pela Fundação Getúlio Vargas, Escola de Economia de São Paulo (FGV/EESP), formado em Economia pela FEA/USP. Analista do Departamento Econômico do Banco Central do Brasil, na regional de Recife. E-mail: fabio.silva@bcb.gov.br. As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente do autor e não refletem, necessariamente, a visão do Banco Central do Brasil.

O pleno emprego caracteriza-se por uma situação em que a economia utiliza na íntegra os fatores de produção, o que não é sinônimo de desemprego zero, na medida em que restariam desempregados em transição de um trabalho para outro (desemprego friccional), além daqueles em desemprego voluntário, que não querem trabalhar ao salário que lhes é oferecido. Não existe um número que delimite quando isso ocorre, mas especialistas - como o ex-presidente do Ipea, Márcio Pochmann - indicam que seja da ordem de 3%. A ideia é que sob pleno emprego não haveria desperdício e que a força de trabalho realizaria o volume de atividade máxima que é capaz de desempenhar. Ao mesmo tempo, o pleno emprego é visto como uma restrição ao crescimento: tentativas de crescer além desse limite levariam à inflação e/ou a déficits em transações correntes. Nesse contexto, vale a pena discutir aspectos metodológicos da PME. Como se sabe, a taxa de desocupação (ou taxa de desemprego aberto) é medida pelo total de pessoas desocupadas (PD) dividido pela população economicamente ativa (PEA), que compreende as pessoas ocupadas e desocupadas. Desocupada é a pessoa sem trabalho na semana de referência, embora disponível para assumi-lo, que, nas quatro semanas antes da pesquisa, tomou providências para conseguir trabalho, através de consulta a agência de emprego, inscrição em concurso público, perguntando a alguém, entre outros. Considera-se ocupada a pessoa que trabalhou com ou sem remuneração por pelo menos 1 hora na semana de referência da pesquisa.

Tais critérios são discutíveis por duas razões. Em primeiro lugar, porque existem pessoas fora da PEA que poderiam entrar no mercado de trabalho, mas de acordo com as convenções internacionais não contam na estatística de desemprego. É o caso das pessoas marginalmente ligadas à PEA (PMLP), que são aquelas que, apesar de não terem procurado trabalho no último mês, trabalharam ou procuraram trabalho nos últimos 12 meses e estavam disponíveis para assumi-lo na semana de referência da pesquisa, inclusive as que deixaram de procurar trabalho após longo período de busca, ou seja, por desestímulos do mercado de trabalho (desalento).

Além disso, há outros, classificados como ocupados, que, por exercerem trabalho em condições precárias, deveriam ser considerados desempregados, como por exemplo, os

que desempenharam atividades por menos de 40 horas na semana de referência e que se encontravam disponíveis para trabalhar por mais horas (subocupados por insuficiência de horas trabalhadas). Ou ainda aqueles em trabalhos sub-remunerados, entendidos como os que ganhavam rendimento/hora inferior ao salário mínimo/hora.

Utilizando os microdados da pesquisa, pode-se fazer um exercício em que se calcula o desemprego acrescentando as PMLP aos desempregados, e subtraindo, dos ocupados, os subocupados. Com isso, a taxa média do país, em 2013, de 5,4%, passaria a 9,5%. O indicador se aproxima dos 10,3% calculados pelo Dieese, que também considera como desemprego a ocupação disfarçada e o desalento (que compõem o chamado desemprego oculto), embora com critérios e amostra diferentes das que adotamos. De qualquer forma, ambos refletiriam melhor a proporção de pessoas que poderia ser mobilizada pela atividade produtiva do que o desemprego aberto medido pela PME, que geralmente é o número mais divulgado pelos meios de comunicação. Se adicionarmos, ao grupo dos desocupados, os sub-remunerados, encontraremos 22,3% de desemprego!

Como se vê, conceitos mais amplos de desemprego revelariam que a ociosidade da mão de obra pode não ser tão baixa como os dados da PME indicam.

A utilização da taxa de desemprego como medida da ociosidade deve ser feita com cuidado, observando-se que sofre influência de alterações da demanda e oferta de mão de obra. Nos últimos anos, grande parte da queda do desemprego no país não resulta de uma robusta geração de postos de trabalho - consistente com o modesto crescimento do PIB, especialmente depois de 2009 - mas sim da redução da taxa de crescimento da oferta de mão de obra (PEA). Contribuem para isso fatores demográficos, como a desaceleração da População em Idade Ativa (acima de anos), que cresceu 1,9% em 2003 e apenas metade disso em 2013, influenciada por menores taxas de fecundidade. Enquanto as mulheres tinham 6 filhos em média, na década de 1960, atualmente têm 1,8 filho, o que coloca o Brasil em posição de destaque entre os países onde a taxa de fecundidade recuou de forma mais rápida no mundo, de acordo com o Banco Mundial. Tudo o mais constante, estima-se que a taxa de desemprego em 2013 seria de 9,6% caso a PIA crescesse,

de 2003 a 2013, à mesma taxa anual assinalada em 2003. Além disso, a melhora dos rendimentos dos chefes de família tem levado os jovens a postergar a entrada no mercado de trabalho, permanecendo mais tempo apenas como estudantes.

No que concerne à demanda por mão de obra, observa-se o reflexo no mercado de trabalho da distribuição setorial do crescimento da economia brasileira caracterizada pelo aumento do setor de serviços em detrimento da indústria, sobretudo da indústria de transformação, em ambiente de apreciação da taxa de câmbio e de perda de competitividade. A inserção do Brasil nas cadeias mundiais de produção tem ocorrido pela indústria extrativa – que gera menos emprego por unidade de capital e que tem menos encadeamentos – enquanto a de transformação tem se fragmentado e perdido mercado interno para as importações. Pela ótica da demanda, o aumento da renda das famílias tem se traduzido em elevação ainda maior dos serviços (que não podem ser importados) na cesta de consumo, com ganho de importância de itens como alimentação fora do domicílio, empregado doméstico e telefone celular.

Os dados de emprego formal do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) ilustram esta situação: no triênio 2003-2005, de cada 100 empregos gerados no país a indústria de transformação respondia por 29 e os serviços por 63. No triênio 2011-2013 a indústria encolheu para 9 e os serviços foram a 80.

A princípio, não seria correto afirmar que essa tendência à “terciarização” do emprego seria necessariamente ruim para o mercado de trabalho. O emprego industrial é geralmente visto como de maior qualidade, mas essa comparação não é simples porque o setor de serviços é heterogêneo, cobrindo desde segmentos especializados até os tradicionais, como os de comércio, manutenção, transporte e serviços domésticos, e não é impossível que uma região se desenvolva baseada em serviços mais nobres. A região do Vale do Silício nos EUA seria um exemplo desse caso.

Contudo, no Brasil, entre os segmentos de maior crescimento do setor de serviços encontram-se atividades de terceirização (serviços anexos à produção, vigilância, higienização, contato telefônico, entre outros), alojamento, alimentação e serviços prestados a famílias, de baixa produtividade e baixos salários. Com isso, no agregado, o

mercado vem oferecendo mais oportunidades, porém em serviços pouco especializados.

Uma das causas desse resultado pode ser a desvinculação do setor de serviços em relação à indústria quando na verdade esta última tem potencial de dinamizar aquele, tendo em conta que empresas mais rentáveis têm maiores condições de investir em um conjunto de serviços que agregam valor, como pesquisa e desenvolvimento de novos produtos, softwares, serviços sofisticados de tecnologia de informação, consultorias, entre outros. Infelizmente, o Brasil vem se distanciando da prestação de serviços em etapas mais rentáveis das cadeias globais. Sem contar com o suporte da indústria para liderar o processo e pagando baixos salários, pode-se deduzir que o crescimento do setor de serviços na verdade reflete, na ótica dos trabalhadores, uma válvula de escape diante das escassas oportunidades no setor industrial.

Além da questão setorial, a análise de uma possível situação de pleno emprego não pode desconsiderar as heterogeneidades regionais do país. Recentemente o IBGE lançou a Pesquisa Nacional Por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), expandindo a cobertura geográfica da PME de 145 municípios de 6 regiões metropolitanas (Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo e Porto Alegre) para 3,5 mil municípios em todo o território nacional. Com dados a partir do primeiro trimestre de 2012, a tendência de queda do desemprego foi corroborada pela nova pesquisa, mas a taxa encontrada foi mais alta – 7,1% na média de 2013 – que a da PME, sugerindo que o desemprego fora das regiões metropolitanas é superior ao das regiões metropolitanas.

Comparando as grandes regiões, de acordo com a Tabela 1, a menor taxa de desemprego é observada onde o mercado de trabalho é mais estruturado: no Sul, 4,2%, seguido pelo Centro-Oeste, com 5,8%. No outro extremo, o Nordeste tem 9,4% de desempregados.

A qualidade dos postos de trabalho também é distinta. Considerando como trabalhadores informais os que não possuem a rede de proteção social prevista em lei aos trabalhadores com carteira assinada – que na tabela referem-se aos sem carteira assinada, conta própria e auxiliar da família – encontra-se que representam 60,0% na região Norte e 59,6% no Nordeste, enquanto no Sul são 39,6%.

TABELA 1 - TAXA DE DESEMPREGO E COMPOSIÇÃO DA CUPAÇÃO BRASIL – 2013

	Taxa de Desemprego (%)	Composição da Ocupação(%)					
		Empregados c/c (%)	Empregados s/c (%)	Militar e RJU (%)	Empregador (%)	Conta Própria (%)	Trab Auxiliar da família (%)
Brasil	7,1	42,5	18,9	8,4	4,1	23,0	3,1
Norte	7,7	26,2	22,8	10,4	3,3	30,4	6,8
Nordeste	9,4	28,9	25,6	8,6	2,9	29,3	4,7
Sudeste	7,0	50,7	16,4	7,9	4,4	19,1	1,4
Sul	4,2	47,9	13,4	7,7	5,2	21,8	4,0
Centro-Oeste	5,8	42,7	19,2	10,5	4,5	21,3	1,8

Fonte: IBGE. PNAD Contínua.

Nota: s/c significa sem carteira de trabalho e c/c com carteira.

Aqueles que acreditam que estamos vivenciando o pleno emprego argumentam que uma evidência desta situação é verificada nos rendimentos do trabalho, que têm crescido acima da produtividade, refletindo a escassez de profissionais. Entretanto, é bom lembrar, em primeiro lugar, que a expansão ocorre sobre um patamar deprimido - no Brasil, em 2013, 16,2% dos ocupados ganhavam até 1 salário mínimo (SM), 59,2% até 2 SM e 87,3% até 5 SM - e que a mudança de patamar nos rendimentos de algumas profissões decorre, em parte, da política de valorização do SM, cujos efeitos são amplos e crescentes no mercado de trabalho brasileiro. Amplos porque afetam não apenas os que ganham exatamente 1 SM como também valores próximos a este (efeito farol); e crescentes porque conforme o SM se valoriza, ao longo dos anos, aumenta o número de pessoas cujos rendimentos se aproximam ao valor do SM, passando a ser sensíveis a suas alterações. É difícil mensurar qual teria sido a evolução dos rendimentos do trabalho pelas livres forças de mercado ou se a política do SM fosse outra.

Também defendem que faltam trabalhadores qualificados no Brasil e que estaríamos na iminência de um “apagão de mão de obra”. Em áreas específicas, que cresceram rápido recentemente após longo período de baixo ritmo da atividade econômica - a exemplo da engenharia civil, na esteira do desempenho da construção civil - isso parece estar ocorrendo. A situação é oposta à verificada na década de 90, quando a dificuldade era vivida pelos formados (não só em

engenharia) de encontrar trabalho. De maneira geral, as conhecidas deficiências na qualidade da educação no país, em todos os níveis, contribuem para o agravamento da situação que só pode ser alterada no longo prazo. De toda forma, o cuidado que se deve ter é de não extrapolar casos específicos para refletir a média da situação do mercado de trabalho brasileiro.

Por fim, conforme foi apresentado nesse texto, a taxa de desemprego não deveria ser a única medida utilizada para se concluir se um país encontra-se em pleno emprego. O indicador apresenta fragilidades para esse fim, não apenas por desconsiderar aspectos relacionados à qualidade dos postos de trabalho, que são fundamentais para se saber a verdadeira situação do mercado de trabalho. Chamamos a atenção para a mudança de ritmo da oferta de mão de obra e para a especialização produtiva em serviços menos nobres, de baixa produtividade. A informalidade, a ausência de cobertura previdenciária e os salários, embora tenham evoluído na direção favorável aos ocupados nos últimos anos, ainda se encontram em patamares que estão distantes do que se poderia entender como pleno emprego, sobretudo nas regiões menos desenvolvidas. A elaboração de um diagnóstico dos principais obstáculos que emperram o investimento e o crescimento econômico no país é fundamental para subsidiar políticas públicas eficientes. A agenda é suficientemente ampla, e incluir uma eventual insuficiência de mão de obra como um dos principais gargalos - incompatível com uma economia mais dinâmica - seria um erro.

O BEM-ESTAR E O ECONOMISTA

Na série Comunicados do Ipea, em seu nº 158, “2012: Desenvolvimento Inclusivo Sustentável?”, divulgado em 18 de dezembro de 2012, é inserido um indicador social para muitos ainda inusitado, “níveis de felicidade”, obtido seguindo a padronização internacional já estabelecida de solicitar às pessoas de uma amostra representativa que atribua uma nota de 0 a 10 sobre sua satisfação com a vida corrente. Apesar de algumas reconhecidas limitações na interpretação dos resultados, esses indicadores quantitativos de felicidade vêm se disseminando vigorosamente nos últimos anos. Em seu recente livro “Felicidade S.A.”, o jornalista Alexandre Teixeira se refere a um artigo da antropóloga Susan Andrews, que chama atenção para o que considera uma epidemia de estudos sobre felicidade. Ela computa 200 artigos acadêmicos sobre o tema nos primeiros cinco anos da década de 1980, contra 27.335 nos 18 meses encerrados em agosto de 2011. Certamente, não há como dissociar essa epidemia do maior questionamento da regra “mais dinheiro, mais felicidade”, decorrente do efeito-riqueza provocado pela dramática desvalorização de ativos na crise do *subprime*. Mas a felicidade seria passível de tratamento apenas por filósofos, psicólogos, antropólogos e sucedâneos? Não necessariamente. Sobre felicidade, que no jargão dos economistas aproxima-se de “utilidade” ou “bem-estar”, vale realçar que em vários manuais de economia esta disciplina tem sido definida como “a ciência do bem-estar”. Eduardo Giannetti, um dos poucos economistas no Brasil que vinha explorando o tema já em 2002, em seu livro *Felicidade*, pontua que esta seria a principal finalidade da teoria econômica. “De Petty a Turgot, no Século XVIII, a Keynes, Friedman e Samuelson, poucos economistas dignos de nota discordariam”, páginas 68-69. Mas o que esse profissional, com imagem pública, e até mesmo

FERNANDO DE AQUINO FONSECA NETO¹



1. Doutor em Economia pela UnB e Presidente do Corecon-PE.

autoimagem, associada ao gerenciamento de carteiras de ações e títulos, planejamento econômico-financeiro, projetos de investimento e coisas do gênero teria com o bem-estar das pessoas? Essa questão não estaria mais relacionada a profissionais da área de saúde? Dependerá do enfoque. A saúde física e mental são atributos importantes para o bem-estar do indivíduo, mas não esgotam a questão, muito menos garantem a melhor vida ao nosso alcance. Deste ponto, muitos se apressarão em concluir que faltaria apenas a capacidade de consumo, de onde entraria o papel do economista – elaborar e aplicar políticas que favoreçam a ampliação dessa capacidade e de seu alcance a maior número de indivíduos.

“A felicidade é assunto apenas para filósofos, psicólogos, antropólogos e sucedâneos?”

Contudo, saúde física e mental e capacidade de consumo representariam todas as condições relevantes para o bem-estar do indivíduo? É difícil ter certeza. Assim, precisamos ir além dessa postura de suprir o que presumivelmente determinaria esse bem-estar, passando a tratá-lo de modo mais direto. Nesse sentido, um marco foi o recente documento da ONU, *World Happiness Report*, que propõe um criterioso levantamento do que seria um “estudo emergente da felicidade”, revelando uma vigorosa participação dos economistas em tais estudos. Tomando por base o referido Relatório, das 281 referências incluídas, a maioria, em torno de 150, são do período 2008-2012, assim como também em torno de 150 referências são de periódicos ou séries da área de economia.

Com todas as dificuldades dos estudos multidisciplinares, sobretudo no que diz respeito à linguagem e às peculiaridades metodológicas, chegando ao ponto de vários de seus resultados não irem muito além de uma justaposição das diversas abordagens, tem sido fundamental a participação dos economistas na exploração dessa temática. Ressalte-se o viés cartesiano de buscar identificar objetivamente as relações e quantificar indicadores de qualquer natureza, até os tão subjetivos quanto “felicidade”. O citado Relatório, editado pelo eminente economista Jeffrey Sachs, não poderia deixar de carregar tal viés.

O documento da ONU se apoia em Daniel Kahneman, Prêmio Nobel de Economia em 2002, para diferenciar duas modalidades de bem-estar, o “percebido”, acessado com indagações sobre como as pessoas avaliam suas vidas, como é o caso dos “níveis de felicidade” do citado trabalho do Ipea; e o “sentido”, aferido com o monitoramento de como os participantes da pesquisa se sentem, em pequenos intervalos, ao longo do dia, o que pode ser medido a partir de respostas ou de dosagens de determinadas substâncias no organismo. Também a partir de Kahneman, o economista André Lara Resende, em seu artigo “Bem-estar e húbri”, pontua que “Os dois conceitos só coincidem se - como assume a teoria - as pessoas desejam o que lhes dá satisfação e têm satisfação quando obtêm aquilo que desejam. Essa coincidência está por trás da hipótese de racionalidade dos agentes econômicos [... Contudo,] o grau de satisfação, ou de frustração, com a própria vida depende de coisas que não estão correlacionadas com aquelas que determinam o bem-estar cotidiano”. Entre as regularidades empíricas identificadas nessa “epidemia de estudos sobre felicidade”, vale destacar:

1. A hipótese de utilidade marginal da renda decrescente é amplamente observada, sobretudo quando se identifica que quanto mais pobre é o país, mais favoráveis os efeitos do crescimento econômico sobre os níveis de bem-estar de sua população. A partir de certos níveis de renda, os ganhos de bem-estar deixam de superar os efeitos adversos da abundância, muitos dos quais associados às condições de vida em grandes metrópoles.

2. A desigualdade de renda e riqueza importa. O crescimento da renda agregada e a redução da pobreza não bastam. A revolta decorrente da percepção de que os seus pares estão mais bem-sucedidos economicamente compromete o bem-estar das pessoas de várias maneiras. Em um amplo e prestigiado estudo epidemiológico, *The Spirit Level*, Wilkinson e Pickett mostram que todos os indicadores de saúde física e emocional estão negativamente correlacionados com a desigualdade. Em *Fairness and Redistribution: the Case of Latin American Countries*, o economista Erik Figueiredo mostra que a perda de bem-estar decorrente da percepção de desigualdade de renda e riqueza é ainda maior em países como os da América Latina, onde a crença de que ela decorreria de diferenciais de mérito, em termos de habilidade e/ou empenho, não estaria tão bem estabelecida. O artigo relata evidências empíricas curiosas, como a resposta à pergunta de se o entrevistado acharia justo que entre dois indivíduos, da mesma idade e profissão, realizando as mesmas atividades, um deles ganhasse mais que o outro por ser mais rápido, eficiente e confiável. 47% dos latino-americanos, e 46% dos brasileiros não acharam essa diferença de remuneração justa.

3. Ainda com base nos resultados dos abundantes estudos empíricos recentemente realizados, além da pobreza e da desigualdade o “bem-estar sentido” dependeria da saúde, do emprego e da socialização do indivíduo, o que indica medidas complementares de promoção desses atributos. Em relação ao emprego, vale salientar que não se trata apenas da renda gerada para o indivíduo, mas também pelo sentimento de inclusão proporcionado. Tal condição foi aferida pelos níveis de bem-estar sentido pelos que estão com seguro-desemprego serem muito mais baixos do que os dos que estão empregados ganhando renda equivalente. Quanto à socialização, vale destacar medidas que melhorem a mobilidade urbana, criem espaços públicos de convivência e mantenham um policiamento eficaz.

4. O “bem-estar percebido”, por sua vez, estaria associado a objetivos alcançados. Nessas circunstâncias, em um jogo com resultados negativos o êxito de alguns implicará o fracasso de outros. Em grande parte dos casos concretos, como no da competição nos mercados, existe uma tendência de muitos perderem, os *losers*, e haver uma perda líquida de bem-estar. Assim, quanto mais forte for a cultura competitiva em uma sociedade, mais casos de “mal-estar percebido” ocorrerão. Observe-se que, no referido trabalho do Ipea, embora seja chamada a atenção para o nível de felicidade maior no Nordeste do que nas demais regiões, a avaliação dos números revela um descolamento para baixo do Sudeste e níveis similares entre as demais regiões. Nessa perspectiva, dois determinantes podem ser importantes para tal descolamento, uma cultura e mercado de trabalho mais competitivos naquela região e as condições de vida mais estressantes nas duas maiores regiões metropolitanas do país.

Uma questão crucial para todos os interessados na elevação dos níveis de bem-estar social é que tal agenda tem aparecido associada ao chamado “Desenvolvimento Sustentável”, como é o caso do próprio *World Happiness Report*. As idéias e propostas dos defensores dessa abordagem têm sido muito controvertidas. O próprio termo “sustentabilidade” vem sendo adotado com significados distintos, em geral de duas formas, para expressar “sustentabilidade temporal”, que não teria porque carregar controvérsias, e “sustentabilidade ambiental”. Mesmo neste último significado, quando se trata de combate à degradação ambiental local e de utilização racional dos recursos naturais não renováveis, pode-se identificar um certo consenso no debate público. Em relação à ideia de que a humanidade está afetando as condições climáticas globais, inaugurando uma nova época geológica, o Antropoceno, muitos especialistas se opõem frontalmente. Desse modo, é mais prudente para os não especialistas se manterem céticos.



www.cofecon.org.br

Setor Comercial Sul, Quadra 02,
Bloco B, sala 501

Edifício Palácio do Comércio

CEP: 70318-900 Brasília/DF

Tel:(61) 3208-1800

Fax:(61) 3208-1814

Você sabe onde sua empresa está.
O Economista sabe aonde ela pode chegar.



Se você procura uma vantagem competitiva para seu negócio, contrate um Economista. Um Economista não lida apenas com questões macroeconômicas. Ele também pode ser um grande diferencial para a sua empresa, desenvolvendo soluções para problemas financeiros, econômicos e de gestão, tanto na prestação de serviços quanto na agricultura, no comércio ou na indústria.

COFECON
CONSELHO FEDERAL DE ECONOMIA

13 de AGOSTO
DIA do ECONOMISTA