



LC/BRS/R.288
Novembro de 2013
Original: português

CEPAL
COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE
Escritório no Brasil

A experiência brasileira com a tributação das transações financeiras

Rafael Fagundes Cagnin
Maria Cristina Penido de Freitas

A experiência brasileira com a tributação das transações financeiras¹

Rafael Fagundes Cagnin²

Maria Cristina Penido de Freitas³

Introdução

A experiência brasileira com a taxaço 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 o contexto de criação de cada um deles. Enquanto o IOF foi criado como um instrumento auxiliar da política monetária, 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 (*financial transaction taxes*), incidente sobre operações financeiras domésticas e com um objetivo arrecadatório. Diferentemente de outros tributos sobre transações financeiras, como o IOF e a taxa Tobin⁴, cujo objetivo principal é coibir comportamentos considerados indesejáveis nos mercados financeiros, a tributação do tipo *bank debit taxes* como a CPMF buscaria elevar a arrecadação sem gerar impactos importantes sobre as decisões dos agentes econômicos⁵.

A análise da tributação brasileira sobre transações financeiras desenvolvida nesse artigo está organizada da maneira seguinte. Na seção 2 será recuperado o contexto histórico da criação tanto do IOF, que remonta ao início da ditadura militar (1964-1985), como da CPMF, instituída após a redemocratização (1986) e a estabilização monetária da economia brasileira (1994). Em ambos os casos, buscou-se enfatizar os objetivos almejados com a criação de cada uma dessas tributações. Na seção seguinte, as principais alterações desses tributos são analisadas por meio da evolução de suas receitas a partir do Plano Real. A terceira seção compreende assim todo o período de vigência da CPMF (1997-2007), mas apenas o período recente da evolução da arrecadação do IOF (1994-2010), quando deixa de estar sob importante influência do elevado patamar da inflação. Na quarta seção discutem-se os papéis adicionais desempenhados por esses tributos: gestão dos fluxos de capitais e instrumento de política financeira no caso do IOF, no final da década de 2000, com seu caráter macro prudencial reforçado a partir do início de 2011, quando se procedeu a alterações nas alíquotas do IOF tanto no caso das operações cambiais como nas operações de crédito; e instrumento importante de combate à sonegação fiscal no caso da CPMF, a partir de 2001. Na quinta seção, são apresentadas as considerações finais.

1. Os contextos históricos da criação do IOF e da CPMF

1.1. A reforma tributária de 1966 e a instituição do IOF

O IOF foi instituído pelo regime militar na ocasião da reforma tributária de 1966. As reformas institucionais desse período compunham parte importante do PAEG (Programa de Ação Económica do Governo), que consistia na resposta do governo militar à aceleração inflacionária e à redução das taxas de crescimento depois do início da década. Enquanto a reforma financeira (1965) buscava estabelecer novos mecanismos de financiamento dos agentes privados e um maior controle sobre a criação de moeda, a reforma tributária procurava garantir um financiamento adequado ao Estado, cujas intervenções na economia tinham se ampliado nos últimos anos como resultado de seu papel central no processo de industrialização do país (OLIVEIRA, 1991 e 2010).

¹ Esse artigo foi elaborado com informações disponíveis até o dia 20 de dezembro de 2011. Os autores agradecem os comentários de Marcos Antônio Macedo Cintra (IPEA) e Mariana R. Jansen Ferreira (PUC-SP).

² Economista, Mestre em Teoria Econômica na Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), doutorando na Universidade Paris 13 e técnico da Fundação para o Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo (Fundap).

³ Economista, Doutora na Universidade Paris 13 e consultora da Fundação para o Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo (Fundap).

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. Assim, o objetivo da Taxa Tobin refere-se menos a seu efeito arrecadatório do que sua capacidade de atenuar flutuações cambiais que restringem a autonomia da condução da política monetária. Ver, por exemplo, Schutte (2010).

⁵ Em relação ao debate recente sobre as *financial transactions taxes*, ver Schutte (2010). Sobre as *bank debit taxes* em países latino-americanos, ver Coelho *et al.* (2001).

Os dois principais objetivos da reforma tributária efetuada pelo governo militar eram, então, elevar a captação de recursos financeiros pelos cofres públicos, de maneira a reduzir ou eliminar o déficit público – visto como umas das principais causas da inflação – e dotar o sistema tributário de uma racionalidade econômica a fim de impulsionar o processo de acumulação de capital. Ao perseguir esses objetivos, a reforma levou a uma centralização de recursos nas mãos da União e ampliou seus mecanismos de controle sobre as aplicações dos recursos estaduais e municipais, e a uma racionalização do sistema tributário, tornando mais precisas as bases de incidência dos impostos, aprimorando as formas de arrecadação e fiscalização e generalizando a incidência de determinados impostos. É indiscutível que o caráter autoritário do regime político vigente na época condicionou as características da reforma, sobretudo no que diz respeito ao aumento do poder da União frente aos demais entes federativos (LOPREATO, 1981 e OLIVEIRA, 1991).

O Código Tributário Nacional, criado pela Lei 5.172/1966 e consolidado pela Constituição de 1967, manteve alguns impostos, como aqueles sobre importação e exportação, propriedade rural, renda, sobre a produção, consumo e distribuição de combustíveis e lubrificantes, energia elétrica e minerais. Outros apesar de mantidos foram renomeados, como, por exemplo, o imposto sobre vendas e consignações que passou a denominar-se imposto sobre circulação de mercadorias (ICM) e o imposto de consumo, cujo nome foi alterado para imposto sobre produtos industrializados (IPI). A reforma também estabeleceu a extinção de um conjunto de impostos cujas bases de incidência e formas de arrecadação tornaram-se inadequadas frente ao desenvolvimento econômico do país. Entre eles, encontram-se o imposto sobre a indústria e profissões, imposto do selo, imposto de licença e imposto sobre diversões públicas.

Os novos impostos criados pela reforma compreendem o imposto sobre serviços de qualquer natureza (ISS), sobre serviços de transporte e comunicação, sobre minerais (IUM) e, finalmente, sobre as operações financeiras (IOF).

A principal função do IOF, entretanto, não é constituir um instrumento de financiamento dos gastos públicos, mas auxiliar as políticas monetária e cambial na perseguição dos objetivos macroeconômicos estabelecidos pelo governo. Trata-se, então, de um imposto extrafiscal ou regulatório, em que a arrecadação tributária decorrente consiste apenas em um efeito secundário.

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 de “Reservas Monetárias” e eram usadas pelo Banco Central em intervenções nos mercados de câmbio e de títulos e no provimento de liquidez a instituições financeiras. Foi somente na década de 1980, sobretudo a partir da Constituição de 1988, que 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 Constituição de 1988 incorporou ainda a tributação das operações com ouro quando este fosse definido como ativo financeiro ou instrumento cambial, estabelecida em 1981 (Lei nº 7.766). Atualmente, o conjunto das operações financeiras que estão especificadas na legislação, funcionando como base de incidência do IOF, agrega, assim, 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 2011⁶ (TORRES, *et al.*, 2003; MUNHOZ e SILVA, 2011).

As alíquotas de IOF incidentes sobre cada uma dessas operações especificadas têm valores máximos definidos segundo o **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

⁶ A Medida Provisória nº 539 foi convertida na Lei nº 12.543, aprovada pelo Congresso e sancionada pela presidente da República em 8 de dezembro de 2011.

razão, as alíquotas efetivamente aplicadas sofreram inúmeras variações desde a criação do imposto, o que dificulta o acompanhamento de sua evolução histórica.

Quadro 1. Alíquotas Máximas de IOF

Natureza da operação	Alíquota máxima	Alíquota vigente ⁽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; - Etc.
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 liquidas 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. (<http://www.receita.fazenda.gov.br/aliquotas/ImpCreSegCamb.htm>).

Notas:

(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.

1.2. A busca por fontes de financiamento da Saúde e a criação da CPMF

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 de 1988, foi acompanhado da construção de um consenso a respeito da universalização do acesso à saúde no Brasil, sendo concretizado com a criação do Sistema Único de Saúde (SUS). Não se garantiu, em contrapartida, fontes de recursos para o financiamento do sistema. Além de recursos orçamentários das três esferas de governo, a Constituição 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 Constituição reforçava o caráter indivisível dos diferentes componentes da proteção social (previdência, saúde, assistência social⁷). Na primeira metade dos anos 1990, ficaria clara a vulnerabilidade financeira à qual as ações do Ministério da Saúde estavam

⁷ Refere-se, sobretudo, aos programas de transferência de renda, como o Bolsa Família.

sujeitas, criando as condições políticas necessárias à instituição da CPMF em 1996 (MARQUES & MENDES, 2010).

Enquanto não se aprovava a Lei de Custeio da Seguridade Social, o artigo 55 do Ato das Disposições Transitórias estabeleceu que ao menos 30% dos recursos do orçamento da Seguridade Social (excluído o seguro-desemprego) deveriam ser direcionados à saúde. Para os orçamentos de 1990 e 1991, foi definido por meio de negociação partidária que a saúde receberia os recursos provenientes do Fundo de Investimento Social (Finsocial, substituído em 1991 pela Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social – Cofins – Lei Complementar n. 70 de 30/12/1991), enquanto os programas assistenciais receberiam os recursos da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Nos anos subsequentes, com a aprovação da Lei de Custeio da Seguridade Social (Lei n° 8.212 de 1991) que ratificou a não vinculação entre contribuições e políticas específicas, as fontes de financiamento da saúde passaram a ser definidas por meio de negociações políticas que se traduziam em uma vinculação informal das receitas. Dessa forma, em 1992, ficou definido que 25% do total das contribuições de empregados e empregadores seriam direcionados à saúde. Já no orçamento de 1993 essa parcela se reduziu para 15,5%.

Em 1993, devido ao déficit da Previdência, os recursos que deveriam ser alocados à saúde foram retidos a partir do mês de maio. Dessa forma, foi a saúde que se tornou deficitária, obrigando o Ministério da Saúde a se endividar junto ao Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)⁸. Frente à crise de financiamento da saúde, foi criado em julho de 1993 o Imposto Provisório sobre a Movimentação Financeira (IPMF), antecessor à CPMF, pela Emenda Constitucional n° 3. Esse imposto vigorou apenas em 1994⁹ 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. Duas medidas do governo federal agravaram ainda mais a situação. Em primeiro lugar, antes mesmo de ter uma fonte de recursos garantida, o Ministério da Saúde, assim como o conjunto da Seguridade Social, ficou sujeito a um contingenciamento de recursos da ordem de 20% da arrecadação das contribuições sociais, que deveriam ser alocados no Fundo Social de Emergência (FSE). Criado em 1994, e renomeado Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) em 1997 e de Desvinculação das Receitas da União (DRU) em 2000, esse fundo fazia parte do esforço de ampliação do superávit fiscal do governo federal. Em segundo lugar, o governo Fernando Henrique Cardoso deu início à negociação para a vinculação exclusiva das receitas com as contribuições de empregados e empregadores aos gastos da Previdência Social, que terminaria em 1998 com a aprovação no dia 19 de dezembro da Emenda Constitucional n° 20.

Nessas condições, ganharam força as pressões em defesa da resolução do problema de financiamento da saúde, o que viabilizou a reinstauração da antiga IPMF, agora sob a forma de uma contribuição, a CPMF, em outubro de 1996 (Lei n° 9.311/1996)¹⁰. A alíquota que havia sido de 0,25% durante a vigência da 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,

⁸ O FAT é um fundo especial, de natureza contábil-financeira, vinculado ao Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), destinado ao custeio do Programa do Seguro-Desemprego, do Abono Salarial e ao financiamento de Programas de Desenvolvimento Econômico. A principal fonte de recursos do FAT é composta pelas contribuições para o Programa de Integração Social (PIS), criado por meio da Lei Complementar n° 07, de 07 de setembro de 1970, e para o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP), instituído pela Lei Complementar n° 08, de 03 de dezembro de 1970.

⁹ A IPMF vigorou no mês de agosto de 1993, sendo suspenso durante os meses de setembro a dezembro desse ano pela Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADIN) n° 939-7/DF, voltando a ser cobrado ao longo de todo o ano de 1994, para finalmente ser extinto. As arrecadações no ano de 1995 são apenas residuais sobre fatores geradores de 1994.

¹⁰ A criação da CPMF não encerrou a questão do financiamento da saúde no Brasil, uma vez que seu caráter provisório implicava em risco de não renovação e de perda da fonte de recursos. Em outubro de 2000, foi aprovada a Emenda Constitucional n. 29 que estabeleceu a obrigatoriedade de direcionamento de recursos para a saúde de 12% das receitas dos estados com impostos e transferências constitucionais e de 15% no caso de municípios. No caso da União, no primeiro ano deveria alocar para saúde ao menos 5% do orçamento empenhado do ano anterior; nos anos seguintes, esses recursos deveriam ser corrigidos pela variação nominal do PIB. Apesar de aprovada, a Emenda Constitucional n. 29 ainda se encontra em processo de regulamentação no Congresso Nacional, o que implica que, até 2011, os percentuais definidos são meras diretrizes e não obrigações. Ademais, o deslocamento da discussão da CPMF para a Emenda Constitucional n. 29 significa deslocar a problemática da obtenção de novas fontes de recursos financeiros para o financiamento da saúde para uma questão de realocação de receitas já garantidas pela estrutura de arrecadação vigente, ampliando a disputa por recursos no seio da Seguridade Social. Para uma discussão sobre o financiamento da saúde no Brasil, ver Marques & Mendes (2010) e Servo *et al.* (2011).

créditos e direitos¹¹. O baixo patamar das alíquotas 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.

A história da CPMF foi, contudo, marcada pela constante crítica da opinião pública, especialmente dos setores ligados às instituições financeiras. Não raro, essa pressão contrária à CPMF se materializou em ações judiciais que tiveram impactos importantes sobre a arrecadação, como em 1999, ou ainda, como em 1993 e 1994 à época de seu antecessor, o IPMF. Essas críticas encontravam ecos no exterior, especialmente nos organismos multilaterais como o Fundo Monetário Internacional, e internamente no Banco Central.

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 uma 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 também fossem transacionados sem a incidência da tributação de transações financeiras (como 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 Investimento consistia em uma conta de depósito com o propósito exclusivo de realizar aplicações financeiras de renda fixa e variável de qualquer natureza¹². 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 Investimento¹³. 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 em maio de 2010 pelo Banco Central (Circular nº 3.494).

Apesar das recorrentes críticas dos setores contrários à CPMF, a evolução dos estoques de crédito, sobretudo a partir de 2004, assim como da principal bolsa de valores nacional (Bovespa) parecerem, de fato, sugerir que a existência da CPMF não constituiu um entrave às intermediações 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, assim, seu impacto negativo sobre sua

¹¹ Estavam isentos da incidência da CPMF: (1) os lançamentos nas contas da União, Estados, Distrito Federal e Municípios, suas autarquias e fundações; (2) lançamentos errados e seus estornos, desde que não caracterizassem a anulação de uma operação efetivamente contratada; (3) os pagamentos da própria CPMF; (4) 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; (5) movimentações financeiras de entidades beneficentes de assistência social; (6) as contas de depósito de missões e órgãos diplomáticos e organismos multilaterais com missão no Brasil; (7) 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; (8) os lançamentos em contas de depósito relativos a operações que tenham por objeto ações ou contratos referenciados em ações ou índices de ações; (9) 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.

¹² As Contas Investimento podiam ser individuais ou conjuntas, não podendo ser movimentadas por meio de cheques e não devem remunerar seus eventuais saldos positivos (não aplicados).

¹³ Em 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.

base de incidência¹⁴. Em média, a CPMF contribuiu com cerca de um terço do total de recursos do Ministério da Saúde nos seus onze anos de existência.

2. A evolução da arrecadação do IOF e CPMF e a destinação dos recursos

2.1. IOF

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 da própria 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% da receita, seguidas pelas operações de câmbio (25,3% em 2010). As demais operações, juntas, representaram 15,6% da arrecadação nesse ano.

Em função de sua natureza regulatória, o volume total de arrecadação não chega a ser expressivo. Em 2007, o IOF obteve uma receita (deflacionada pelo 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 nesse ano. 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. O fato de tanto a CPMF como o IOF ter nas operações financeiras seus fatores geradores contribuiu para essa estratégia do governo federal. Dessa maneira, a suspensão temporária da cobrança da CPMF no primeiro semestre de 1999 foi acompanhada pela elevação de alíquotas 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. Em 2010, a arrecadação do IOF (R\$ 23,9 bilhões) chegou então a 0,72% do PIB e 4,7% das receitas administradas pela Receita Federal (Tabela 1).

Tabela 1. Receitas Administradas pela Secretaria da Receita Federal e arrecadações 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.

¹⁴ Uma sistematização dos argumentos que estiveram presentes no debate público ao longo de todo o período de vigência da CPMF pode ser verificada no **Quadro A1 do Anexo**. Vale ainda mencionar que as principais avaliações empíricas dos impactos da CPMF que sustentam argumentos contrários à sua cobrança datam do início dos anos 2000 e não consideram, assim, a evolução positiva do crédito e dos mercados financeiros nacionais a partir de meados da década, quando ainda vigia a CPMF.

A estabilização da economia brasileira com o Plano Real, em 1994, configura um marco importante na evolução da arrecadação do IOF. Com a queda da inflação, a receita obtida com o IOF incidente sobre operações financeiras de curto prazo também foi reduzida, condicionando uma queda real da arrecadação total do imposto entre 1994 e 1996 (**Gráfico 1**). Em 1995, medidas de incentivo a captações financeiras nos mercados internacionais e de atração de investimentos estrangeiros no mercado doméstico fizeram parte da reação do governo brasileiro à crise mexicana de dezembro de 1994, cujos desdobramentos sobre os mercados emergentes explicitaram a vulnerabilidade das contas externas brasileiras. Assim, em março de 1995, 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 IV¹⁵. Além disso, a MP também reduziu de 9% para 5% o IOF sobre os fundos de renda fixa capital estrangeiro (FRFCE)¹⁶.

Gráfico 1. Evolução da arrecadação do IOF – 1994 a 2011*



Fonte: Ministério da Fazenda – Secretaria da Receita Federal, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Instituto de Pesquisa em Economia Aplicada – IPEAdata.

Nota: * Os dados de 2011 são referentes aos três primeiros trimestres do ano.

¹⁵ 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. Ao contrário dos demais anexos previstos nessa Resolução, que exigiam a constituição de sociedade ou fundo de investimento para o ingresso no país, o Anexo IV não estava sujeito a critérios de composição, capital mínimo inicial e período de permanência, permitindo a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico. O Anexo IV representou, assim, uma das primeiras medidas de abertura do mercado financeiro brasileiro na década de 1990. Em janeiro de 2000, com a Resolução do CMN nº 2.689, completou-se a abertura financeira da economia brasileira; o Anexo IV foi extinto e os investidores não residentes passaram a ter acesso às mesmas aplicações financeiras dos investidores residentes, bastando para isso constituir um representante no país (FREITAS & PRATES, 2001).

¹⁶ Parte dessas desonerações foi revertida em agosto de 1995, com a Portaria nº 202 do Ministério da Fazenda que estabeleceu alíquota de 5% sobre as emissões de títulos nos mercados internacionais, elevou para 7% a alíquota sobre FRFCE e introduziu um IOF de 7% sobre os investimentos de estrangeiros por meio das “contas de não residentes” (CC-5). Foram ainda realizadas novas alterações na cobrança do IOF sobre emissões externas nos meses de setembro de 1995 (5% a 0%) e fevereiro de 1996 (5% a 1%), quando a alíquota torna-se decrescente quanto maior o prazo das operações. Um resumo com as principais alterações das alíquotas de IOF incidentes sobre os diversos tipos de fluxos e transações cambiais é apresentado no **Quadro A2 do Anexo**.

Pesa ainda no desempenho de 1996 a redução da alíquota sobre operações de crédito de pessoa física de 18% para 6% e de pessoa jurídica de 3% para 1,5%, a partir do mês de junho, assim como a permanência da desaceleração do crédito iniciada já no ano anterior. O corte das alíquotas compunha um conjunto de medidas adotadas pelo Ministério da Fazenda e pelo Banco Central com vistas à aceleração do nível de atividade depois da contração verificada no primeiro trimestre de 1996¹⁷.

A instabilidade econômica gerada pelas crises dos países emergentes, como a Crise Asiática em 1997 e a crise da Rússia em 1998, justificou o emprego da manipulação das alíquotas do IOF de maneira a evitar um desempenho indesejado do PIB e conter a perda de divisas. Assim, na primeira metade de 1997 quando a expansão do crédito voltou a se acelerar, o governo federal recompôs a alíquota do IOF para operações com pessoa física, que dos 6% retornou ao patamar de 15% a partir do mês de maio. Em contrapartida, como reação à aversão ao risco dos investidores estrangeiros, o governo federal tentou aumentar a atração de investimentos externos com a redução do IOF, por meio da Portaria nº 85 do Ministério da Fazenda de abril de 1997, 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)¹⁸. O resultado líquido desses movimentos foi um relativo aumento da arrecadação do imposto (+24%, em termos reais, frente a 1996, conforme a **Tabela A1 do Anexo**).

Ao contrário do verificado no ano anterior, a receita do IOF em 1998 apresentou uma queda real de 9,3%, refletindo a desaceleração e, posteriormente, a contração do crédito (entre os meses de maio e dezembro na comparação 12 meses) e a redução dos fluxos de capitais e, conseqüentemente, das operações de câmbio. Antes mesmo de eclodir a crise russa em agosto de 1998, a Portaria nº 157 do Ministério da Fazenda de 9 de julho de 1998 já havia reduzido novamente 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. Alíquotas menores sobre a principal base de incidência do imposto (crédito), que cresceu a taxas baixas ou negativas, explicam a arrecadação de 1998.

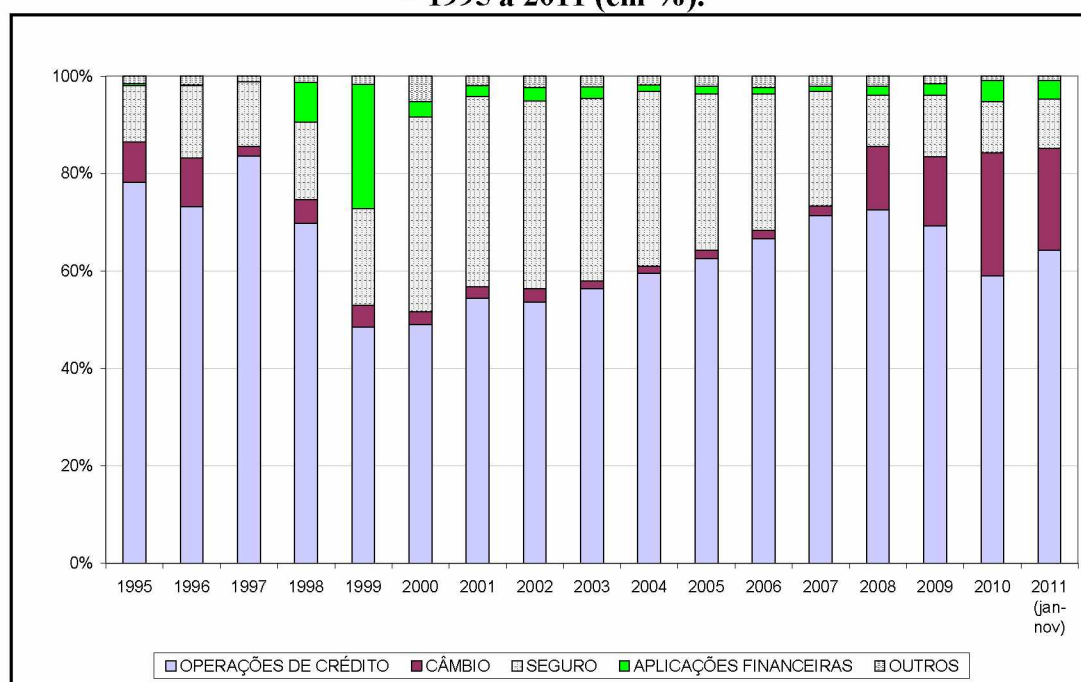
Seguindo o efeito cadeia das crises das economias emergentes, a moeda brasileira foi alvo de ataque especulativo no início de 1999, quando o governo foi obrigado a abandonar o regime de câmbio administrado até então adotado, deixando o Real flutuar segundo as forças de mercado. Passado o momento de irrupção, ao final do terceiro trimestre do ano 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. Mas o fator mais importante para explicar o crescimento real de 31% da arrecadação entre 1998 e 1999 foi o estabelecimento de um adicional de 0,38 ponto percentual do imposto entre 24 de janeiro e 16 de junho de 1999 como forma de compensar a queda da receita tributária decorrente da suspensão da cobrança da CPMF no primeiro semestre desse ano¹⁹. 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 2**). Sô o fator de compensação da CPMF ocasionou um aumento de 25,1% da arrecadação do IOF.

¹⁷ Esse desempenho econômico do início de 1996 resultava de medidas restritivas de política monetária adotadas em reação à repercussão adversa da crise mexicana do final de 1994 sobre a economia brasileira. Em virtude da deterioração das contas externas brasileiras associadas à fuga dos investidores estrangeiros, o BCB deu início a uma trajetória de elevação das taxas reais de juros. Ademais, o recolhimento compulsório dos depósitos a prazo passou de 20% para 30% em abril de 1995, somando-se a medidas anteriores adotadas com o objetivo de conter a forte expansão do crédito interno. Criou-se, então, um ciclo vicioso, no qual as altas taxas de juros, ao contribuir para o aumento do nível de inadimplência, elevaram o risco de crédito das instituições financeiras e tornaram rígidas as taxas de juros exigidas dos tomadores finais. Com o aumento dos juros e o crescimento da inadimplência, cuja trajetória manteve-se fortemente ascendente até agosto de 1996, os bancos tornaram-se mais seletivos, o que dificultou o refinanciamento dos devedores não financeiros e das instituições bancárias mais dependentes do interbancário (FREITAS, 2000).

¹⁸ Sobre as medidas de estímulo ao ingresso dos fluxos de capital externos adotadas na esteira das crises mexicana, asiática, russa, ver Prates (2000) e Freitas & Prates (2001).

¹⁹ Algumas operações foram isentas do aumento de alíquota, como os gastos com cartão de crédito no exterior (cuja alíquota foi, entretanto, 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%).

Gráfico 2. Composição da arrecadação do IOF segundo o tipo de operação de incidência – 1995 a 2011 (em %).



Fonte: Ministério da Fazenda – Secretaria da Receita Federal.

Com o restabelecimento da CPMF, o adicional do IOF foi retirado, influenciando a queda da arrecadação desse imposto em 2000. Outro elemento que explica esse movimento foi uma 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 junto a pessoa jurídica. Essa redução fazia parte de medidas do governo e do Banco Central²⁰ com o objetivo de reduzir as taxas de juros dos empréstimos. Estudos do Banco Central²¹ haviam apontado a importância dos custos administrativos, entre eles os impostos diretos e indiretos, na formação dos *spreads* bancários, considerados particularmente elevados pelo governo e pela autoridade monetária. A aceleração do crescimento das operações de crédito não foi, entretanto, capaz de compensar o impacto desses fatores, o que levou à queda real de 40% da receita do IOF em 2000.

Já o período subsequente, que compreende os anos de 2001 a 2007, não apresentou nenhuma alteração importante das alíquotas de IOF que pudessem causar fortes variações na arrecadação do imposto (**Gráfico 1**). 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 (**Quadro A2 do Anexo**) – 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 2**). 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

²⁰ Na mesma ocasião, o BCB reduziu o compulsório de 10% para 0% sobre os depósitos a prazo.

²¹ Em outubro de 1999, o Departamento de Estudos e Pesquisas do Banco Central do Brasil (DEPEP) iniciou a série de publicações a respeito da evolução e dos componentes do *spread* bancário no país. Entre as proposições do estudo encontra-se a redução das alíquotas do IOF, especialmente nas operações de crédito para pessoa física. Ver <http://www.bcb.gov.br/?SPREAD>.

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 (**Gráfico 2** e **Tabela 1 do Anexo**).

Entre as medidas adotadas em dezembro de 2008 para sustentar a atividade econômica está a redução pela metade da alíquota de IOF das operações de crédito com pessoa física de 3% para 1,5% (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 2**, 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 final, a arrecadação do IOF em 2009 sofreu uma queda real de 9,8% frente ao ano anterior.

A receita obtida com o IOF voltou a crescer (+31,6%) em 2010 (**Tabela A1 do Anexo**), chegando a R\$ 23,9 bilhões sob influência da expansão das operações de crédito, mas também da elevação das alíquotas sobre operações cambiais. A injeção de liquidez nos mercados financeiros internacionais após a falência do Lehman Brothers²² em agosto de 2008 pelos principais bancos centrais, especialmente pelo Federal Reserve, se traduziu nos anos subsequentes (pelo menos até o final do primeiro semestre de 2011) em uma redução da aversão a riscos dos investidores estrangeiros e uma busca por taxas de retorno mais elevadas. Diante do diferencial das taxas de juros brasileiras e internacionais, investidores estrangeiros foram atraídos pelas aplicações no mercado doméstico. Dessa maneira, o crescimento de fluxos de capitais para o Brasil, associado às operações especulativas nos mercados futuros de câmbio, condicionaram a apreciação da moeda brasileira entre 2009 e 2011.

A reação da política econômica frente a esse movimento começou a ser definida na segunda metade de 2010 pelo Ministério da Fazenda, em razão de pressões de determinados setores especialmente da indústria nacional que viu reduzida sua competitividade internacional. Em 4 de outubro de 2010, a alíquota do IOF foi, então, 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, então, a 25,25% do total arrecadado com o IOF em 2010.

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 dias²³, 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 milhões²⁴ e de 6% para operações de empréstimo externo contratadas por prazo superior a 720 dias e liquidadas antecipadamente. Ademais, em 25 de março, com o objetivo de conter o crescente déficit em conta-corrente, o Ministério da Fazenda elevou a alíquota incidente sobre compras no exterior com cartão de crédito de 2,38% para 6,38% com o Decreto nº 7.454.

²² Sobre a crise das hipotecas *subprime* e sua implicação sobre a estabilidade financeira internacional, ver, entre outros, Freitas & Cintra (2008), Cagnin (2009), Farhi & Cintra (2009).

²³ As captações externas com prazo inferior a 90 dias já eram tributadas a uma alíquota de 5,38%.

²⁴ 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. Ver o **Box Os derivativos cambiais no Brasil**, elaborado com base em Farhi (2010) e Prates (2011).

Box - Os derivativos cambiais no Brasil

Como mostra Farhi (2010), surgidos da necessidade de proteção dos agentes em razão da volatilidade dos principais preços macroeconômicos (câmbio e juros), os mercados de derivativos financeiros cresceram com desregulamentação e liberalização financeira, tornando-se instrumento privilegiado de especulação. Em países emergentes com elevado grau de abertura financeira, como é o caso do Brasil, a existência de um mercado de derivativos líquido e profundo, além de permitir operações de arbitragem entre praças diferentes, viabiliza a arbitragem entre os segmentos futuro e à vista do mercado doméstico de câmbio.

Principal mecanismo de transmissão entre a taxa do mercado futuro e a taxa de câmbio à vista, as operações de arbitragem associadas aos derivativos de câmbio estiveram na origem da instabilidade cambial e, sobretudo, da apreciação da taxa de câmbio do real em diversos momentos da história recente da economia brasileira. Duas especificidades do mercado de derivativos brasileiro favoreciam a apreciação do real em momentos de grande influxo de capital externo, em particular, de investimento estrangeiro de portfólio.

A primeira dela reside no fato de a liquidação dos contratos de derivativos de câmbio não envolver a entrega física de divisas. A legislação em vigor estabelece que a liquidação seja feita em reais pela taxa de câmbio para a pronta entrega. Se tal exigência, de um lado, atenua as pressões de demanda por divisas no mercado à vista em momento de baixa na oferta de moeda estrangeira, por outro lado, aumenta a pressão sobre o real em momentos de alta da oferta de divisas.

A segunda é a presença marcante no mercado brasileiro de derivativos cambiais de bancos estrangeiros e de investidores institucionais não residentes, com atuação bastante agressiva na realização de operações de arbitragem entre o segmento à vista e futuro do mercado de câmbio. Esse tipo de operação, como destaca Farhi (2010, p. 222), “é bastante similar à estratégia de *carry trade*, também aplicada por investidores estrangeiros e pelos bancos estabelecidos no país, a qual consiste em tomar emprestado na moeda com a menor taxa de juros e aplicar/emprestar na maior taxa de juros”.

Entre 2004 e meados de 2008, a taxa de câmbio do real apreciou fortemente, em razão da entrada de volumes crescentes de capital estrangeiro atraído pelas elevadas taxas básicas de juros em um contexto de liquidez abundante. Interrompido em setembro de 2008 quando a crise financeira se aprofundou e assumiu dimensões sistêmicas a partir da falência do Lehman Brothers, o influxo de investimentos estrangeiros foi retomado em 2009 e ganhou ímpeto em 2010, em razão do expressivo diferencial de juros no mercado doméstico *vis-à-vis* os mercados internacionais e maior dinamismo da economia brasileira, resultando novamente em forte apreciação do real *vis-à-vis* o dólar norte-americano.

Nessas duas fases de alta dos fluxos de capitais, o elevado diferencial de juros em um contexto de liquidez abundante suscitou apostas na apreciação da taxa de câmbio do real, as quais se traduziram na ampliação das transações com derivativos, com formação de posições líquidas vendidas em dólar no mercado futuro, e arbitragem envolvendo as taxas de câmbio nos mercados à vista e futuro. Ou seja, os investidores vendiam dólar no mercado à vista e compravam dólar no mercado futuro a preços inferiores aos da cotação à vista acrescida da taxa Selic, a taxa básica de juros, para o mesmo período.

A elevação gradual das alíquotas de IOF sobre os investimentos estrangeiros de portfólio a partir de outubro de 2009 para conter a apreciação da moeda brasileira não logrou sucesso. Isto porque como corretamente assinala Prates (2011), os investidores não residentes intensificaram suas operações de arbitragem no mercado brasileiro de derivativos, assumindo posições de curto prazo em dólar e de longo prazo em reais. As posições opostas às dos investidores não residentes eram assumidas pelos bancos, que ao mesmo tempo, efetuavam *hedge* no mercado de câmbio à vista.

Para desestimular esse tipo de operação, o governo decidiu tributar as posições líquidas vendidas em derivativos cambiais acima de US\$ 10 milhões (Decreto nº 7.536 de 26-07-2011), com imposição de IOF de 1% (alíquota que pode ser elevada a 25%). Como afirma Prates (2011), “essa nova medida introduz areia nas engrenagens das transações cambiais virtuais e reduz os vasos comunicantes entre os mercados *onshore* e *offshore*”.

Ao lado da tributação dos derivativos, medida que foi crucial para alterar a dinâmica do mercado de câmbio no Brasil, o governo avançou na regulamentação do mercado de derivativos. Além das medidas adotadas em 2009 e 2010, com vistas à correção dos problemas de informação e controle, explicitados por ocasião do aprofundamento da crise financeira, quando vieram à tona as dificuldades financeiras de

centenas de empresas em operações de crédito bancário vinculadas a contratos de derivativos cambiais, por meio da Medida Provisória nº 539 de 27 de julho de 2011, o governo Dilma atribuiu ao Conselho Monetário Nacional (CMN) a responsabilidade pela regulamentação do mercado de derivativos e estabeleceu a obrigatoriedade de registro para todos os contratos de derivativos cambiais, inclusive aqueles negociados em mercados de balcão, nas câmaras de compensação brasileiras, como a BM&FBovespa e a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (Cetip)^(a). Desde então, o CMN pode intervir nesse mercado, sob a forma de resolução, especificando limites, compulsórios, e características dos contratos de derivativos.

Nota:

(a) A partir de 2008, **CETIP S.A.** – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos

Já no *front* interno, 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 ensejaram a duplicação da alíquota sobre as operações de crédito a pessoas físicas, de 1,5% para 3%, a partir do mês de abril (Decreto nº 7.458)²⁵. Essa alíquota seria reduzida para 2,5% apenas em 1º de dezembro (Decreto nº 7.623), como parte integrante do pacote de medidas do Ministério da Fazenda para evitar uma desaceleração da economia em nível mais acentuado que o esperado pelo governo.

Com essas medidas, a arrecadação acumulada nos três primeiros trimestres de 2011 (R\$ 23,3 bilhões) cresceu, em termos reais, 16,1% em relação ao mesmo período do ano anterior e a participação da arrecadação proveniente de operações cambiais, que tinha chegado a mais de 25% em 2010, caiu para 21% em 2011, enquanto o peso da arrecadação com operações de crédito subiu de 59% para 64% nesse período (Gráfico 2).

Em relação ao uso desses recursos obtidos com o IOF, diferentemente do que ocorria com a CPMF, não existe atualmente uma destinação específica. De fato, o período que compreende a data de sua criação até o início da década de 1980, a arrecadação do IOF compunha as “Reservas Monetárias” sob a gestão do Conselho Monetário Nacional (CMN)²⁶. Tais reservas podiam ser usadas nas intervenções do BCB nos mercados de títulos e de câmbio, assim como na disponibilização de liquidez a instituições financeiras. Além disso, as despesas de custeio do próprio BCB também podiam contar com os recursos das Reservas Monetárias até um limite de 2% da receita anual obtida com o imposto (BARBOSA, s/d).

Em 1974, o Decreto-Lei nº 1.342 criou ainda a possibilidade do uso das Reservas Monetárias, em caráter excepcional, para garantir a estabilidade do sistema financeiro nacional. Assim, o CMN podia autorizar o BCB a direcionar parte desses recursos para a recomposição do patrimônio de instituições financeiras e de distribuidoras de valores mobiliários e para o pagamento total ou parcial do passivo dessas instituições em caso de intervenção do BCB.

Em 1981, o BCB perdeu sua exclusividade sobre as receitas do IOF. Nesse ano, metade da arrecadação do imposto passou a integrar o Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND). No ano seguinte, o FND se apropriou da integralidade da receita do IOF. Finalmente, em 1983, o IOF deixou de ter uma destinação específica, passando a ser um recurso ordinário do Tesouro Nacional, ou seja, receita arrecadada sem vinculação que esta é disposição do Tesouro para a execução do orçamento, conforme a alocação das despesas.

2.2. CPMF

Criada para financiar exclusivamente 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, assim, a evolução da arrecadação anual (**Quadro 2**). Entre os anos de 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). Em comparação ao IOF, a receita obtida com a CPMF representa uma parcela mais

²⁵ A medida atingiu todas as modalidades de crédito à pessoa física, exceto o crédito imobiliário.

²⁶ Instituído pela Lei 4595 de 31 de dezembro de 1964, o Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional. Ao CMN compete: estabelecer as diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia; regular as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras e disciplinares os instrumentos de política monetária e cambial.

importante das receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal: 8,1% em média entre os anos de 1997 e 2007 (Tabela 1).

Quadro 2. Evolução das alíquotas da CPMF

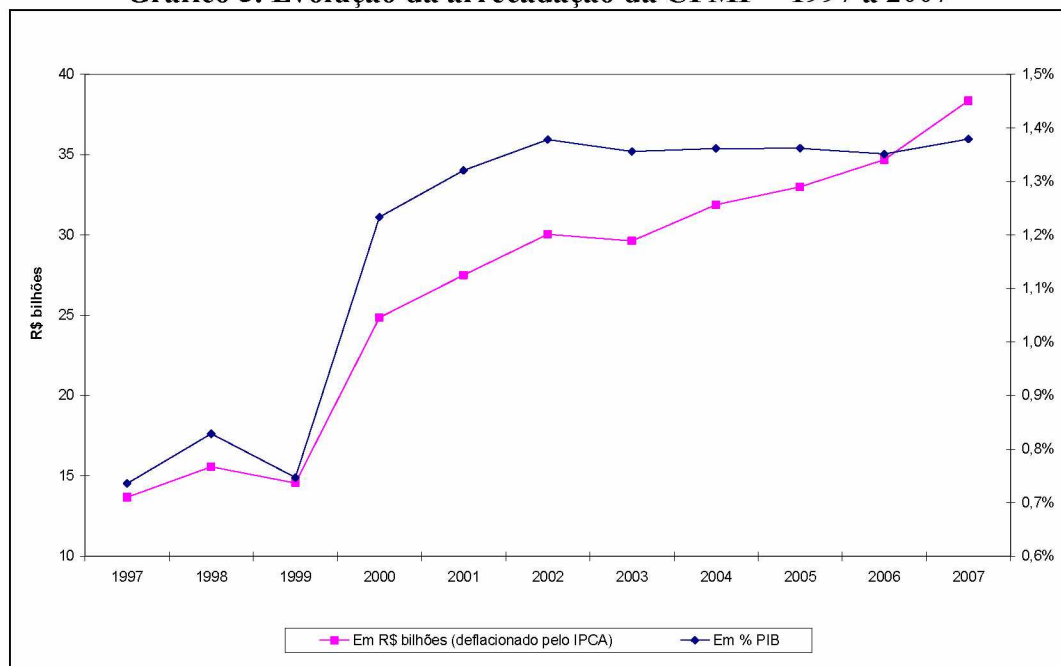
Alíquota	Período de incidência
0,2%	De 23 de janeiro de 1997 a 22 de janeiro de 1999.
Não houve cobrança de CPMF	De 13 de janeiro a 16 de junho de 1999.
0,38%	De 17 de junho de 1999 a 16 de junho de 2000.
0,3%	De 17 de junho de 2000 a 17 de março de 2001.
0,38%	De 18 de março de 2001 a 31 de dezembro de 2007.

Fonte: Ministério da Fazenda – Secretaria da Receita Federal. Disponível em <http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/CPMF/InformacoesCPMF/default.htm#Recolhimento%20da%20CPMF>

A CPMF foi prorrogada por quatro vezes desde sua instituição em 1996, que previa apenas 13 meses de vigência. Assim, em dezembro de 1997, a Lei nº 9.539 a prorrogou por mais 24 meses e manteve a alíquota de 0,2%. Em 1999, entretanto, a negociação de uma nova prorrogação envolveu um aumento da alíquota para 0,38%, previsto para os doze meses após a publicação da Emenda Constitucional nº 21, que instituiu as alterações, e de 0,3% para os meses subsequentes de 2000 e 2001. Sua vigência estava garantida, então, por mais três anos. Essa elevação da alíquota buscava compensar com um aumento da arrecadação a inclusão do financiamento da previdência social como destinação da CPMF. Devido a um movimento de forte contestação judicial da cobrança da CPMF no ano de 1999, esse aumento de alíquota, que vigorou apenas no segundo semestre do ano, pouco se refletiu no volume de recursos arrecadados no ano. Em 1999, a arrecadação, referente a apenas seis meses, foi de R\$ 7,95 bilhões em valores correntes, uma queda de 2% em relação ao ano anterior.

Em dezembro de 2000, o governo federal instituiu o Fundo de Combate e a Erradicação da Pobreza por meio da Emenda Constitucional nº 31, com o qual foi criado um adicional de 0,08 pontos percentuais à alíquota da CPMF, elevando a alíquota para 0,38% a partir de março de 2001. Tal alíquota foi ratificada pela Emenda Constitucional nº 37, em junho de 2002, ao prorrogar a vigência da contribuição até o final de 2004. Dessa maneira, a arrecadação atingiu um novo patamar em 2002: R\$ 20,4 bilhões em valores correntes, representando 1,4% do PIB (Gráfico 3). A alíquota de 0,38% passou então a vigorar até 31 de dezembro de 2007, data final de aplicação da CPMF prevista pela Emenda Constitucional nº 42 de dezembro de 2003. Na ausência de uma nova prorrogação, a CPMF deixou de ser cobrada a partir de 1º de janeiro de 2008, sendo que todos os recursos arrecadados a partir dessa data referem-se apenas a fatores geradores de 2007.

Gráfico 3. Evolução da arrecadação da CPMF – 1997 a 2007



Fonte: Ipeadata, IBGE e Receita Federal.

Nota: Em 1999, a arrecadação refere-se a seis meses. Nesse ano existiram inúmeras contestações judiciais à cobrança da CPMF, afetando, assim, o valor da arrecadação.

Ainda que o principal argumento de defesa à instituição da CPMF em 1996 tivesse sido a necessidade de financiamento do Ministério da Saúde, é verdade que os recursos arrecadados pela contribuição nunca foram integralmente direcionados à saúde. Além da incorporação de novos objetivos, como complementar as fontes de financiamento da previdência social (1999) e integrar o fundo de combate à pobreza (2000), que foi acompanhado de elevação das alíquotas, o Ministério da Saúde esteve sujeito ao contingenciamento dos recursos arrecadados pela CPMF desde o princípio. Com vistas à ampliação do superávit fiscal, a criação do Fundo Social de Emergência, posteriormente nomeado Fundo de Estabilização Fiscal (FSE/FSF), garantia a desvinculação de 20% dos recursos orçamentários arrecadados, inclusive daqueles necessários ao financiamento da seguridade social. Na prática, entretanto, a perda de recursos do Ministério da Saúde foi bem menor, uma vez que parte desses recursos desvinculados voltava ao Ministério por meio de aportes do FSE/FSF. Entre 1997 e 1999, em média, cerca de 16% dos recursos da saúde consistiam de transferências do FSE/FSF. A partir de 2000 (Emenda Constitucional nº 27), com a substituição do FSE/FSF pela Desvinculação das Receitas da União (DRU), manteve-se a desvinculação de 20%, mas deixou de ser possível verificar qual a parcela desses recursos desvinculados retornam ao Ministério da Saúde e à Previdência Social²⁷ (Tabela 2).

²⁷ Isso se deve ao fato de que a DRU não está vinculada a nenhum Fundo, isto é, a uma fonte de recursos específica. Como consequência, a parcela dos recursos desvinculados que possivelmente retorna à sua vinculação prévia mistura-se aos recursos provenientes de impostos gerais no seio da categoria “Recursos Ordinários” da execução orçamentária do Ministério. Vale notar, ainda, que a parcela de recursos direcionados ao Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza não estava sujeitos a desvinculação imposta tanto pelo FSE/FSF como pela DRU (SERVO *et al*, 2011).

Tabela 2. Fontes de recursos do Ministério da Saúde, em % - 1995 a 2007

Fonte	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Recursos Ordinários	1,0	10,8	15,1	5,3	12,5	10,3	13,1	7,4	4,8	7,1	5,2
Operações de crédito interna e externa	0,5	1,1	1,5	2,7	2,2	1,9	1,1	0,7	0,7	0,4	0,1
Recursos Diretamente arrecadados	2,4	2,6	3,5	3,3	5,1	2,7	2,3	2,2	2,4	3,1	3,7
Títulos responsab. do Tesouro Nacional	2,8	0,2	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Contribuições Sociais	72,8	71,8	61,5	80,9	74,9	81,3	82,5	88,3	91,3	88,8	87,1
Cont. Social Lucro - PJ (CSLL)	19,3	8,0	13,2	12,6	7,0	22,5	27,4	32,3	39,7	40,3	38,7
Cont. Financiamento Seg. Social	25,6	25,9	26,3	37,1	38,5	18,6	21,1	25,2	19,2	13,5	15,4
Cont. Prov. Moviment. Financeira (CPMF)	27,9	37,0	22,0	31,2	28,2	38,4	32,5	29,4	29,3	32,4	30,8
Cont. Plano Segur. Social Servidor	0,0	0,9	0,0	0,0	1,2	1,9	0,8	0,9	1,2	1,0	0,9
Cont. Patronal Plano Segur. Social Servidor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,5	1,9	1,6	1,3
Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza	0,0	0,0	0,0	0,0	4,5	2,4	0,0	0,9	0,3	0,0	3,0
FSE/FSF	19,6	13,3	14,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demais fontes	0,8	0,3	3,6	7,6	0,6	0,9	0,6	0,5	0,6	0,6	0,8
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: SIAFI/SIDOR (Gasto Social Federal – IPEA: 1995 a 2007); SIGA BRASIL (2008). *Apud* Servo et al. (2011).

Se à desvinculação efetiva de recursos da CPMF forem somadas as diferenças entre os valores orçados à saúde e à previdência social e os valores executados, tem-se uma subtração de recursos em benefício do caixa do Tesouro Nacional de, em média, 17,4% ao ano entre 1997 e 2007, atingindo o valor máximo de 25,09% em 1997. As outras destinações da arrecadação da CPMF representaram 21,1% do total no caso do Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza, a partir de 2001, e, em média, 23,8% do total no caso da Previdência Social entre os anos 1999 e 2007 (HICKMANN & SALVADOR, 2007) (Tabela 3).

Tabela 3. Destino dos recursos arrecadados pela CPMF (em %) – 1997 a 2007

	Arrecadação (R\$ milhões, valor corrente)	Saúde	Previdência Social	Fundo de combate e erradicação da pobreza	Saldo no caixa do Tesouro ⁽¹⁾
1997	6.909,4	74,9%	0,0%	0,0%	25,1%
1998	8.118,1	80,0%	0,0%	0,0%	20,0%
1999	7.955,9	53,8%	43,3%	0,0%	3,0%
2000	14.544,6	47,3%	33,5%	0,0%	19,2%
2001	17.197,0	41,5%	21,3%	21,1%	16,2%
2002	20.367,6	50,1%	13,1%	21,1%	15,8%
2003	23.047,2	40,8%	21,2%	21,1%	17,0%
2004	26.432,8	39,5%	20,1%	21,1%	19,4%
2005	29.241,1	36,9%	20,3%	21,1%	21,8%
2006	32.018,1	40,2%	21,1%	21,1%	17,7%
2007	36.700,7	41,5%	20,6%	21,1%	16,8%

Fonte: Ministério da Fazenda – Secretaria da Receita Federal e Tesouro Nacional *apud* HICKMANN & SALVADOR (2007), Ministério da Saúde e Ministério da Previdência Social.

Nota: (1) Recursos desvinculados por meio do FEF ou da DRU e que não retornaram para as políticas de saúde, previdência social ou não foram destinados ao Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza. Inclui também recursos autorizados no Orçamento, mas não executados.

3. Papéis adicionais dos tributos sobre as transações financeiras no Brasil

A experiência brasileira de tributação de transações financeiras é bastante ilustrativa dos múltiplos usos que esse tipo de imposto pode assumir, seja em termos de ampliação da capacidade de intervenção governamental em mercados inerentemente instáveis, como é o caso do mercado financeiro, seja em termos do aumento da arrecadação associada ao fechamento de brechas para evasão fiscal. No caso específico do IOF, as alterações das alíquotas e/ou ampliação da base de incidência, ao incluir as transações com

derivativos, constituíram um importante instrumento auxiliar tanto na gestão dos fluxos de capitais e das transações cambiais com propósito de política econômica, como de inibição de comportamentos de risco por parte dos agentes privados nos mercados de crédito e de câmbio. Já a CPMF se revelou uma ferramenta eficaz de combate à sonegação fiscal ao permitir o cruzamento de informações sobre as movimentações financeiras dos contribuintes com suas respectivas declarações anuais de rendimento.

3.1. O IOF como instrumento de controle e gestão dos fluxos de capitais, regulação macroprudencial e política financeira

Como já mencionado, desde sua origem, enquanto imposto regulatório, o IOF tem sido instrumento auxiliar das políticas monetária e cambial. Contudo, desde o final da década de 2000, esse imposto passou a ser utilizado pelas autoridades econômicas brasileiras também com o duplo propósito de regulação macroprudencial e de controle dos fluxos de capitais²⁸. Esse novo papel do IOF emergiu em um contexto de forte ampliação dos fluxos de investimento estrangeiro de portfólio (IEP)²⁹ associado à liquidez internacional abundante direcionada aos países periféricos de mercado emergente a partir de 2003. No Brasil, esse movimento, que teve início em 2005, ganhou ímpeto em 2007. Interrompido pela eclosão da crise internacional em setembro de 2008, o afluxo de investimentos estrangeiros foi retomado ainda em 2009 em consequência da política monetária expansionista nas economias centrais, do expressivo diferencial de juros no mercado doméstico *vis-à-vis* os mercados internacionais, bem como do maior dinamismo da economia brasileira.

O montante de recursos investidos pelos estrangeiros no mercado de capitais, e, em particular, no mercado acionário, saltou de US\$ 28,6 bilhões em janeiro de 2005 (US\$ 20 bilhões em 2003) para US\$ 104,4 bilhões em janeiro de 2007, alcançando um patamar recorde de US\$ 264 bilhões em maio de 2008 (**Gráfico A1 no Anexo**)³⁰. A contrapartida da entrada de um volume de recursos de tal magnitude foi a acumulação de reservas internacionais e a apreciação do real, com reflexos deletérios sobre a competitividade das exportações brasileiras.

Desde a adoção do regime de câmbio flutuante, em 1999, até março de 2008, as autoridades econômicas brasileiras efetuaram poucas intervenções ativas para conter seja a volatilidade cambial, seja a apreciação do real frente ao dólar, em razão dos seus efeitos benéficos para a estabilidade dos preços³¹. Prevalencia no governo, bem como na academia e nos organismos internacionais, a visão de que medidas de controle dos fluxos de capital afetavam negativamente o desempenho macroeconômico e comprometia o crescimento³². As intervenções do Banco Central do Brasil (BCB) no mercado de câmbio se limitavam aos propósitos de impedir que a volatilidade cambial excessiva afetasse as expectativas dos agentes e de reduzir a vulnerabilidade externa, mediante o acúmulo de reservas, sem, contudo, se comprometer com um patamar determinado para a taxa de câmbio que garantisse a manutenção da competitividade da economia brasileira.

Porém, frente os afluxos recordes de IEP, em 2007 e nos meses iniciais de 2008, que conduziram a uma forte apreciação da moeda brasileira em relação ao dólar (mais de 12% entre início de junho de 2007 e fevereiro de 2008) (**Gráfico 4**), o governo brasileiro voltou a utilizar o IOF como instrumento auxiliar da política cambial e, mais especificamente, como uma modalidade de controle de capitais. Assim, em março de 2008, com intuito de conter a apreciação do real e reduzir a volatilidade cambial pela contenção dos

²⁸ Enquanto a política cambial se refere à gestão do regime cambial em vigor e a intervenção efetuada para alcançar seus objetivos e metas, que incluem o acúmulo de reservas internacionais, a atenuação da volatilidade cambial e a influência sobre o patamar da taxa de câmbio, a gestão dos fluxos de capitais diz respeito à administração dos graus de liberdade das transações cambiais realizadas pelos agentes privados que incluem mecanismo de controle de capital no sentido estrito e mecanismos de regulamentação financeira prudencial. Como ressalta Prates (2007), a gestão dos fluxos de capitais contribui para ampliar a margem de manobra da política cambial.

²⁹ Os investimentos estrangeiros de portfólio (IPE) referem-se aos fluxos de capital para compra de ativos mobiliários (ações, títulos de renda fixa, cotas de fundos mútuos de investimento) por investidores não-residentes. As compras de ações que impliquem em participação superior a 10% do capital da empresa estão excluídas, pois são classificadas como investimento direto estrangeiro (IDE).

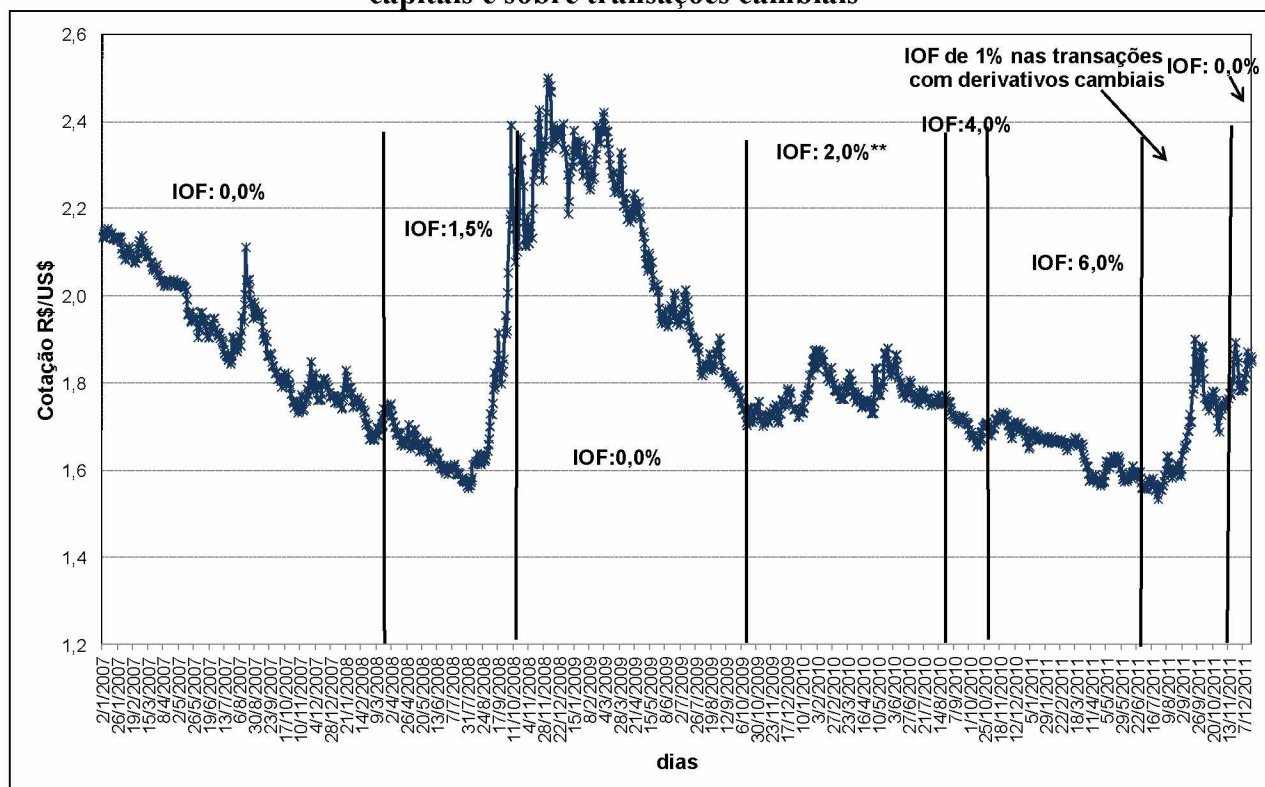
³⁰ A participação dos investidores estrangeiros no volume de negócios no mercado acionário alcançou o patamar recorde de 36,2% em 2008 (ante 22,3% em 2002 e 27,0% em 2004). Os dados com evolução da participação dos diversos tipos de investidores no mercado acionário são apresentados na **Tabela A2** no Anexo.

³¹ Em razão dos efeitos da taxa de câmbio na formação dos preços domésticos e na formação das expectativas dos agentes, a apreciação cambial revelou-se o principal mecanismo de transmissão da política de metas de inflação no Brasil, propiciando a desaceleração dos índices de preço e reforçando, assim, a própria eficácia dessa política.

³² A discussão teórica e/ou empírica dos prós e os contra da adoção de controles de capitais, bem como a avaliação da política cambial brasileira ultrapassam os propósitos desse texto. Sobre esses pontos, ver, entre outros, Carvalho & Sicsú (2006), Paula, Oreiro & Silva (2003), Prates (2006), Silva & Rezende (2010), Ostroy *et al.* (2010).

fluxos de capitais especulativos, alíquota de IOF sobre os investimentos de portfólio de renda fixa foi elevada a 1,5% (Decreto nº 6.391 de 12-03-2008). Tal medida, contudo, se revelou insuficiente, pois, além do seu alcance estar limitado a transações efetuadas no mercado à vista de câmbio, não foi acompanhada por intervenções ativas da autoridade monetária nesse mercado nem por qualquer medida de controle de capital do tipo quantitativo (ou administrativo).

Gráfico 4. Evolução da taxa de câmbio nominal* e das alíquotas de IOF sobre fluxos de capitais e sobre transações cambiais



Fonte: Banco Central do Brasil. Séries temporais.

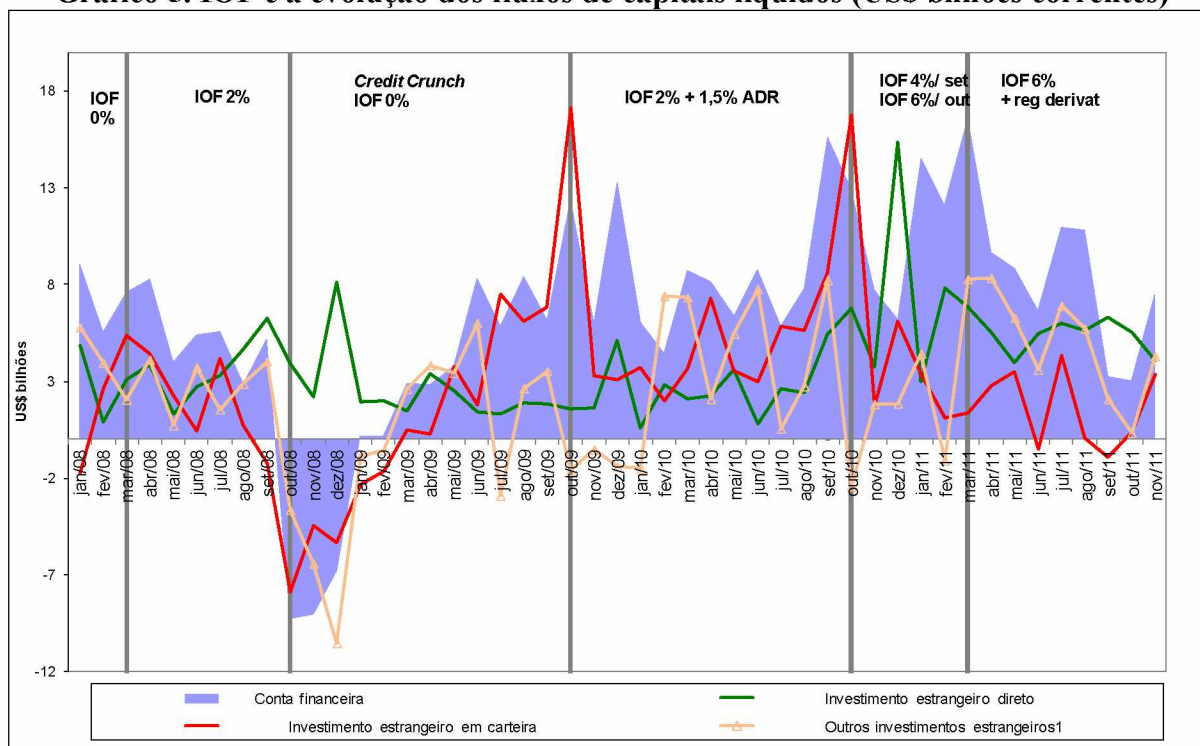
Notas:

*. Taxa *spot* diária.

** Em novembro de 2009, o IOF de 1,5% passou a incidir sobre transações com ADR, para evitar que os investidores cancelassem suas ordens de compra e reaplicassem os recursos em títulos de renda fixa.

A eclosão da crise financeira global em setembro de 2008 teve fortes impactos sobre a economia brasileira tanto pela via do comércio como pela via dos fluxos de capitais. O expressivo aumento da aversão aos riscos desencadeou um movimento generalizado de fuga para a qualidade dos investidores globais, com conseqüente saída de capitais e virtual interrupção das linhas externas de crédito comercial (Gráfico 5), resultando, assim, na abrupta desvalorização do real. Como entre 15 de setembro e 15 de outubro, o real se depreciou em 22,7%, o governo reduziu a zero a alíquota do IOF sobre as aplicações dos investidores estrangeiros (Decreto nº 6.983, de 19-09-2009; Decreto nº 6.984, de 20-10-2009), entre outras medidas de mitigação do impacto da crise sobre mercado de crédito e o nível de atividade.

Gráfico 5. IOF e a evolução dos fluxos de capitais líquidos (US\$ bilhões correntes)



Fonte: Banco Central do Brasil. Séries temporais.

Nota:

1. Inclui crédito comercial e empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo.

Com o retorno de crescentes fluxos de capitais privados a partir de meados de 2009 – atraídos pelo diferencial entre os juros internos, mantidos em patamar ainda bastante elevado, e os juros externos próximos de zero, e pelas perspectivas de maior dinamismo da economia brasileira, em um cenário de lenta recuperação das economias centrais –, o real retomou a sua trajetória de apreciação. A crescente deterioração da competitividade externa da indústria brasileira levou o governo a utilizar, ainda que de modo gradual, o IOF como instrumento de controle de capitais, estrito senso, ou seja, controle do mercado baseado em preços, para conter a excessiva apreciação do real³³. Entre outubro de 2009 e julho de 2011, as autoridades econômicas elevaram diversas vezes as alíquotas de IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio e sobre as captações externas de bancos e empresas brasileiros, ampliando o campo de incidência para fechar as brechas utilizadas pelos agentes para contornar o aumento do imposto. Tais foram, entre outros, os casos da tributação das operações envolvendo ADR e das captações externas com prazos acima de 720 com liquidação antecipada (**Quadro A2** do Anexo).

Igualmente, em 2011, o IOF passou a ser utilizado como um instrumento de regulação macroprudencial, com objetivo de garantir a estabilidade financeira. Como regulação de natureza macroprudencial entende-se aquelas medidas cujo efeito direto sobre as operações ativas e passivas das instituições bancárias ajudaria a evitar riscos potenciais de instabilidade financeira associada ao comportamento procíclico do sistema bancário. Instrumentos das diversas políticas macroeconômicas (monetária, fiscal, cambial) podem ser utilizados com a finalidade de limitar a assunção excessiva de risco que possa resultar em problemas de iliquidez e/ou insolvência de uma ou mais instituições financeiras, resultando, assim, na iliquidez dos mercados, na venda forçada de ativos, na deterioração dos balanços e na contração abrupta do crédito. Do mesmo modo, medidas macroprudenciais podem ser instrumentos auxiliares na busca dos objetivos das demais políticas. Por exemplo, o aumento da tributação das operações

³³ Diferentemente do que ocorreu no passado, embora tenha desagradado aos participantes do mercado financeiro, avessos por princípio a toda e qualquer intervenção estatal que reduza seus lucros, essa decisão do governo brasileiro de impor controle sobre os fluxos de capitais foi bem-recebida pelos organismos internacionais. A crise global de 2008-09 ao explicitar as fragilidades financeiras associadas aos vultosos e voláteis fluxos internacionais de capital levou o próprio FMI, crítico acerbo dos controles de capital, a admitir sua utilização com propósito de assegurar a estabilidade financeira. Sobre esse ponto, ver Ostroy *et al.* (2010) e Forbes, *et al.* (2011).

de crédito para evitar o risco sistêmico no mercado de crédito pode auxiliar tanto no combate à inflação – uma vez que o controle sobre a oferta de crédito afeta o consumo e desacelera a atividade econômica, potencializando os efeitos da política de juros – como na elevação da arrecadação, contribuindo para ampliação da folga fiscal (MORENO, 2011).

De forma complementar à ação do Banco Central que, em dezembro de 2010, havia identificado o potencial de risco sistêmico no mercado de crédito, a alíquota do IOF sobre diversas modalidades de crédito ao consumo foi elevada de 1,5% para 3% em abril de 2011 (Decreto nº 7.458, de 7-04-2011). Naquela ocasião, para conter o crescimento acelerado do crédito ao consumo, que foi acompanhado de alongamento de prazos, e poderia implicar em endividamento excessivo das famílias e em descasamento de prazo nas operações bancárias, a autoridade monetária elevou os requerimentos de capital e de depósito compulsório das instituições bancárias³⁴. Em março, para conter os riscos de descasamento de moeda associados ao aumento dos gastos de brasileiros no exterior, bem como compensar a perda de arrecadação em razão do reajuste da tabela do imposto de renda recolhido na fonte, o IOF sobre gastos com cartão de crédito no exterior também já havia sido elevado para 6,38% (Decreto n.7454 de 25-03-2011).

A imposição de IOF de 1% (alíquota que pode ser elevada, se necessário, até de 25% segundo o Decreto nº 7.536 de 26-07-2011) sobre as posições líquidas vendidas em derivativos cambiais acima de US\$ 10 milhões se enquadra igualmente como uma medida de natureza macroprudencial. Além de desestimular as operações especulativas com derivativos cambiais (**ver Box**), que estiveram na origem da fragilidade financeira de empresas e bancos em 2008, o IOF sobre os derivativos ajuda a reduzir a volatilidade sobre o câmbio e potencializa os efeitos das medidas de gestão dos fluxos de capitais previamente adotadas, 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).

Recentemente, o IOF também voltou a ser utilizado pelo governo federal como instrumento de política financeira para estímulo à construção de um mercado secundário de títulos privados de renda fixa. No âmbito do amplo pacote de medidas de estímulo ao financiamento privado de longo prazo lançado em dezembro de 2010³⁵, 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 dias³⁶, modificou a tributação sobre rendimentos periódicos (“cupom de remuneração”) pagos aos investidores, estabelecendo que a negociação de títulos fora da data de pagamento do cupom não gerará 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 esses investimentos, bem como às aplicações de não residentes em títulos privados com prazo superior a 6 anos (*duration* de quatro anos) vinculados a projetos de investimento em infraestrutura.

3.2. A CPMF e o combate à sonegação fiscal

Depois de 2001, com a promulgação da Lei nº 10.174 que autorizou o cruzamento da informação da movimentação financeira com a declaração de renda, a CPMF passou a desempenhar com eficiência um duplo papel, ao servir como instrumento arrecadatório e mecanismo de combate à sonegação fiscal. Entretanto, seu êxito como instrumento de fiscalização contribuiu, sem dúvida, para a sua extinção, ainda que os argumentos “técnicos” levantados pelos seus críticos tenham respaldado essa decisão.

³⁴ As medidas de natureza macroprudenciais no mercado do crédito tinham igualmente a finalidade de conter o consumo das famílias, alavancado pelo crédito bancário, que registravam taxas reais de crescimento da ordem de dois dígitos (ver **Gráfico A2** do Anexo), e assim mitigar as pressões inflacionárias crescentes em um contexto de forte elevação nos preços internacionais das *commodities*.

³⁵ Uma análise do pacote de estímulo ao financiamento privado voluntário de longo prazo é realizada por Freitas (2011).

³⁶ 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%.

Diferentemente das conclusões negativas dos estudos econométricos de inspiração neoclássica, realizados por economistas tanto de organismos multilaterais como do BCB (**Quadro 1** do Anexo), a experiência brasileira com esse tipo específico de tributo sobre as transações tributárias foi bastante exitosa. Como já ressaltado na seção 3, a arrecadação da CPMF subiu ao longo do tempo, resultado que refuta a objeção teórica de que esse tipo de tributo sobre as transações financeiras acarretaria a corrosão da sua própria base de incidência ao desencadear desintermediação bancária.

A hipótese da sofisticação do sistema financeiro brasileiro, levantada por Coelho, Ebrill & Summer (2001), constitui apenas uma parte da explicação para o fato de não ter ocorrido no Brasil um processo de desintermediação em decorrência da CPMF. De fato, em razão da prolongada convivência com elevadas e crescentes taxas de inflação, os bancos brasileiros desenvolveram notória *expertise* na gestão dos fluxos de pagamentos que transitam pelo sistema financeiro nacional, reconhecida pelos clientes, bem como por seus concorrentes estrangeiros. Porém, importantes mudanças estruturais na economia brasileira ocorridas durante a vigência da CPMF, sobretudo, a partir de 2003, contribuíram para ampliação da intermediação (expressa na forte expansão do crédito bancário e no crescimento do número de contas correntes e de poupança) bem como para o aumento das transações no mercado de capital, em particular no mercado acionário.

A combinação de um cenário externo favorável – caracterizado por elevadas taxas de crescimento da economia mundial, baixas taxas de inflação, liquidez internacional abundante, expansão do volume de comércio mundial e ganhos de termos de troca das economias produtoras de *commodities* – com a adoção de políticas governamentais ativas de distribuição de renda e inclusão social, no âmbito doméstico, favoreceram o surgimento de expectativas positivas por parte dos agentes econômicos. Nesse contexto, que resultou em maior dinamismo da economia brasileira, com conseqüente retomada do crescimento do mercado de trabalho, com aumento da formalização do emprego, criou-se um círculo virtuoso no qual o consumo lastreado no ciclo de crédito e na expansão da renda gerou demanda para os setores terciários e para a indústria de transformação.

De um lado, as expectativas favoráveis de evolução do emprego e da renda levaram os bancos a priorizar a concessão de crédito às pessoas físicas, estimulando o endividamento das famílias mediante o alongamento dos prazos dos financiamentos para aquisição de bens duráveis, em particular para aquisição de veículos³⁷. De outro lado, a política de aumento real do salário mínimo, aliada às políticas sociais distributivas de renda (cujo destaque é o programa Bolsa Família) beneficiou o mercado doméstico, a empregabilidade e a renda familiar dos estratos mais pobres da população e estimulou a ampliação do mercado interno, com inclusão de novos consumidores, inclusive de bens duráveis, dependentes da ampliação do crédito.

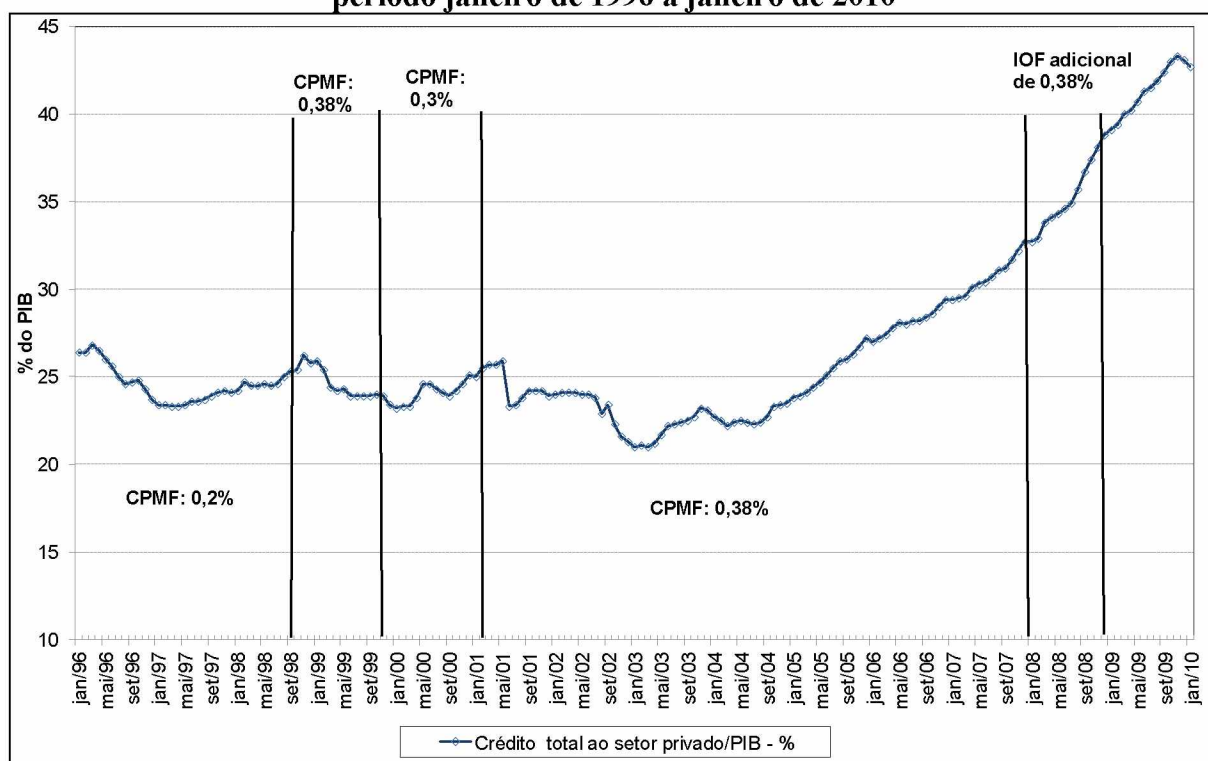
A introdução do crédito consignado³⁸ no final de 2003 e o crescimento da massa de rendimentos a partir de 2004 impulsionam ainda mais a expansão dos empréstimos ao consumo (sobretudo nas modalidades de crédito pessoal, aquisição de veículos e cartão de crédito). Esse movimento foi alimentado pelo avanço da “bancarização” da população brasileira, resultante tanto da formalização das relações de trabalho, como dos programas de transferência de renda e inclusão social. Como o acesso ao sistema bancário depende da comprovação de vínculos econômicos formais tanto pelo empresário como pelo trabalhador, as sinergias do mercado de trabalho – queda da taxa de desocupação e aumento da massa de rendimento e do emprego formal – realimentaram o ciclo de crédito e deram sustentação ao consumo.

Assim, entre 2003 e o final de 2007, período em que vigorou a alíquota mais elevada da CPMF (0,38%), ocorreu no Brasil uma forte e rápida ampliação do crédito bancário ao setor privado, que medido em termos do Produto Interno Bruto (PIB) saltou do patamar de 21,3% do PIB em dezembro de 2002 para 33% do PIB em dezembro de 2007 (**Gráfico 6**). Mesmo a introdução do adicional de 0,38% do IOF sobre as operações de crédito, em janeiro de 2008, como medida compensatória da perda de arrecadação associada à extinção da CPMF não interrompeu esse processo.

³⁷ Para maiores detalhes sobre os determinantes e características do ciclo recente de expansão do crédito, ver Cintra (2006) e Freitas (2007).

³⁸ O crédito consignado, com desconto em folha de pagamento, para trabalhadores ativos e inativos, foi instituído pela Lei 10.820 de 17 de dezembro de 2003, com intuito de favorecer a redução do custo dos empréstimos.

Gráfico 6. CPMF e evolução do crédito total ao setor privado como % do PIB¹ no período janeiro de 1996 a janeiro de 2010



Fonte: Banco Central do Brasil. Séries temporais de operações de crédito do sistema financeiro.

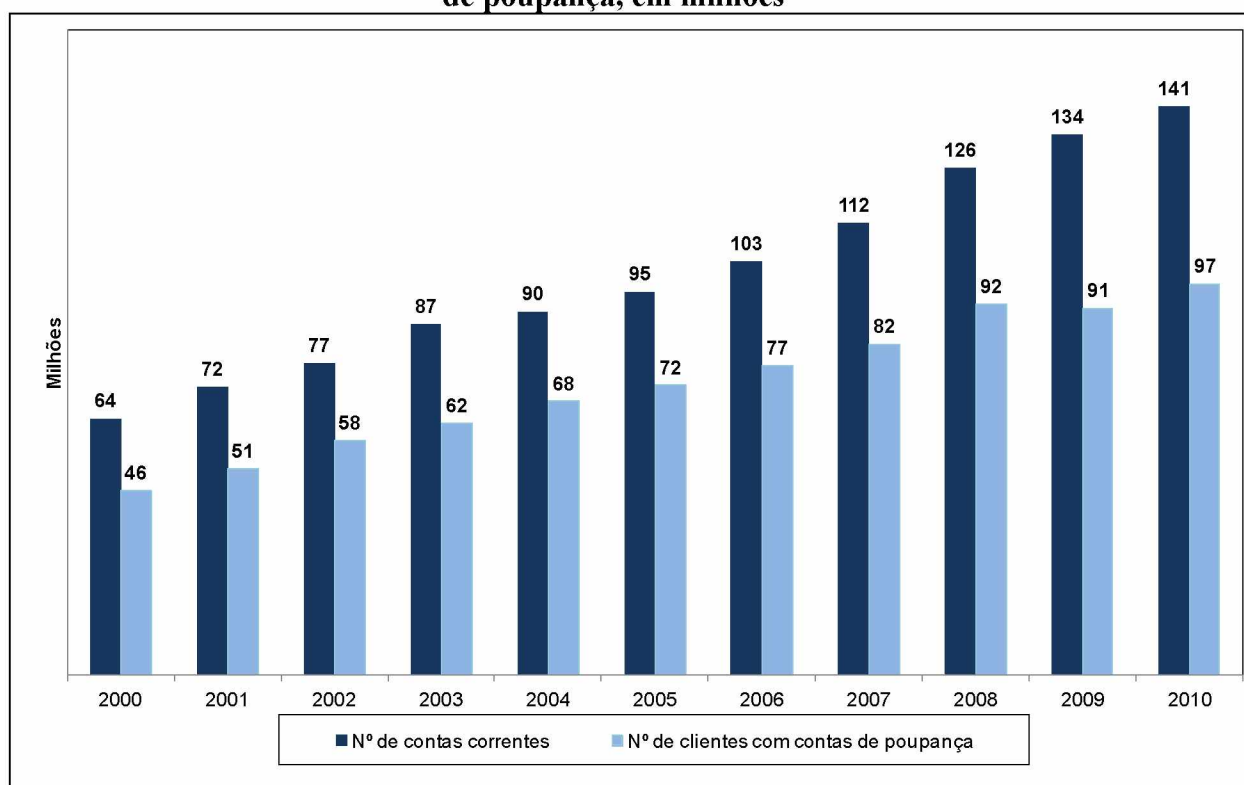
Nota:

1. Dados deflacionados pelo IGP-DI centrado. Essa série (11399) foi descontinuada pelo Banco Central em 2010. O último dado disponível refere-se a janeiro de 2010. A nova série de crédito como % do PIB em valores correntes inicia-se em janeiro de 2001.

Nesse mesmo período, o número de contas bancárias saltou de 77,3 milhões em 2002 para 112,1 em 2007, o que representa um crescimento da ordem de 45% (**Gráfico 7**). Taxa de variação igualmente expressiva ocorreu no número de clientes com conta de poupança, que registrou alta de 41,1% na mesma base de comparação, alcançando 82,1 milhões no final de 2007 (58,2 milhões em 2002). Tais aumentos refletiram o crescimento tanto da formalização das relações de trabalho, como da ocupação e da renda e da política de inclusão social, que implicou a inclusão financeira dos estratos mais pobres da população, mediante a criação de contas bancárias populares junto aos bancos públicos federais³⁹.

³⁹ Esse foi o caso da Caixa Econômica Federal (CEF), que seguindo orientação do governo federal, lançou em 2003 a conta CAIXA Aqui que permitiu a abertura de conta corrente simplificada para uma parcela da população até então excluída do sistema bancário (FREITAS, 2006).

Gráfico 7. Evolução do número de contas correntes e no número de clientes com conta de poupança, em milhões



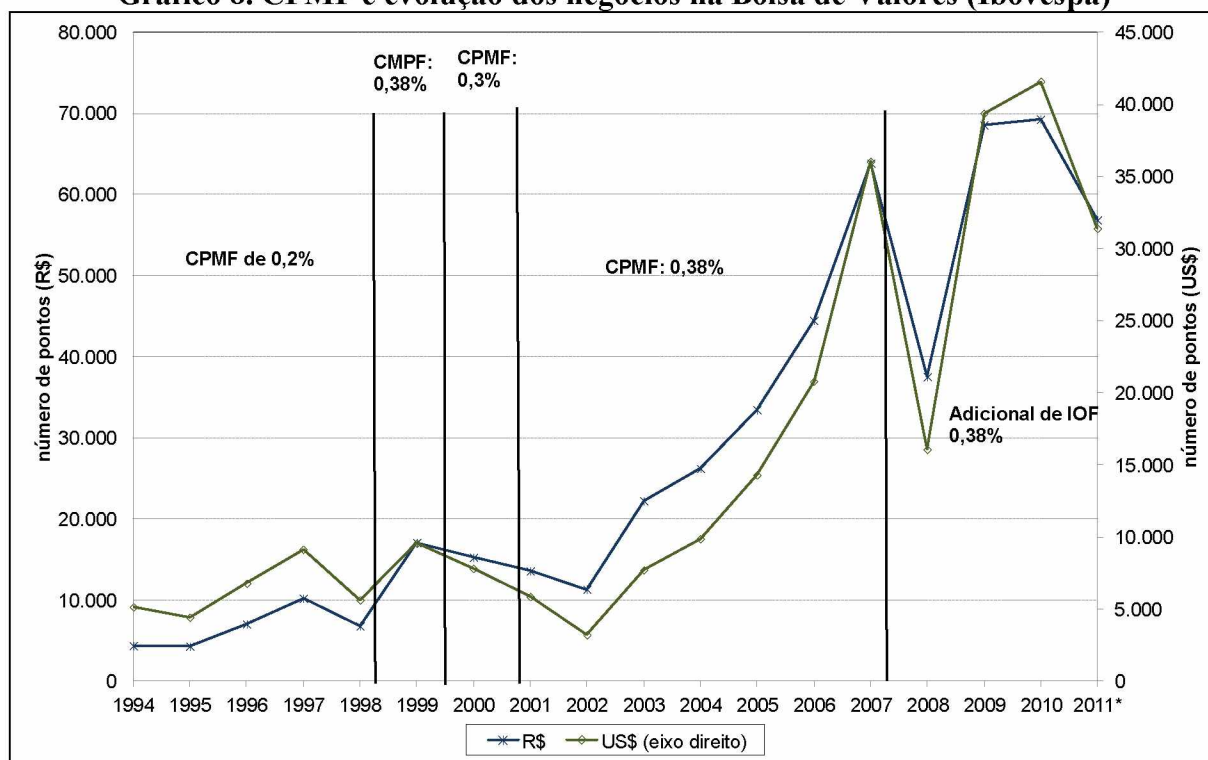
Fonte: Febraban (Federação Brasileira de Bancos). Disponível em – <http://www.febraban.com.br>.

Na avaliação dos seus críticos, além de desincentivar a expansão do mercado de crédito por onerar o custo já extremamente alto dos empréstimos e financiamentos bancários no Brasil, a CPMF causaria a transferência de recursos financeiros de mercados brasileiros para outros países. Como exemplo desse efeito adverso mencionava-se, como já ressaltado, a migração de negócios da principal bolsa de valores brasileira, a Bovespa, para o mercado acionário americano, mediante o lançamento na bolsa de Nova Iorque de recibos de depósitos de ações de empresas brasileiras (*American Depositary Receipt – ADR*). Porém, tal como observado no caso da intermediação bancário e do crédito, a CPMF não constituiu um obstáculo para a forte expansão do mercado acionário brasileiro, impulsionada por fatores externos (retorno dos fluxos de IEP a partir de 2003 e ampliação crescente desses investimentos a partir de 2005) e pelo maior dinamismo da economia brasileira, associado não apenas ao crescimento dos setores exportadores, mas também dos setores voltados para o mercado interno, em um cenário de consolidação da estabilidade monetária⁴⁰.

Entre 2002 e 2007, o indicador de negócios da Bovespa, o IBOVESPA, subiu em termos nominais de 11 mil pontos para 64 mil ponto (**Gráfico 8**), o que representa uma variação nominal da ordem de 467%. Em dólar, a ampliação das transações no mercado acionário secundário foi ainda mais extraordinária: 1.031%, saltando de 3 mil pontos para 36 mil no mesmo período. Essa expressiva valorização do mercado acionário doméstico, alavancada pela ampliação da presença de investidores estrangeiros (**Tabela A2** do Anexo), estimulou a abertura de capital de empresas brasileiras mediante ofertas públicas iniciais (IPO, na sigla em inglês) bem como emissões de ações por empresas já listadas em bolsa (emissões subsequentes). O número total de emissões de ações subiu de apenas 4 em 2002 para recorde de 76 emissões em 2007, representando um volume total de recursos da ordem de R\$ 69,5 bilhões. Já o número de IPO saltou de 7 em 2004 para 64 em 2007. De acordo com Freitas (2009), nesse período, o volume captado nos IPO saltou de R\$ 4,4 bilhões em 2004 para R\$ 55,8 bilhões em 2007, com participação crescente dos investidores estrangeiros na aquisição das emissões das novas entrantes: de 82% em 2007 (contra 70% em 2004).

⁴⁰ Sobre os determinantes externos e internos da expansão do mercado doméstico de capitais, ver: Biancareli (2007) e Freitas (2009).

Gráfico 8. CPMF e evolução dos negócios na Bolsa de Valores (Ibovespa)



Fonte: BM&F Bovespa (Bolsa de Mercadorias, Futuros e Valores). Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br>.

Nota:

* Ibovespa em 2011 refere-se à posição até novembro.

Além de reforçar as poucas evidências de impactos relevantes da cobrança da CPMF sobre a alocação de recursos na economia, entre os argumentos favoráveis à contribuição (**Quadro 1** do Anexo), geralmente enfatizados por técnicos da Receita Federal, são aqueles de ordem administrativa, sobretudo, a simplicidade do cálculo do tributo a ser pago e a facilidade de arrecadação, que utiliza o próprio sistema bancário. Com a Lei nº 10.174 de 2001, a CPMF assumiu um novo papel, passando a funcionar como instrumento importante no combate contra a sonegação fiscal e a “lavagem de dinheiro”. A partir de então, o governo foi autorizado a cruzar as informações sobre o rendimento dos contribuintes, sejam eles pessoas físicas ou pessoas jurídicas, obtidas no Imposto de Renda com os pagamentos da CPMF. Até então, a Lei nº 9.311/1996 proibia esse tipo de prática.

Ainda que os dados detalhados não sejam disponibilizados pela Receita Federal, Viol *et al.* (2001), ilustram a importância da comparação dos pagamentos da CPMF e do Imposto de Renda com dados de 1998, apurados junto aos 50 maiores bancos do país. O número total de pessoas físicas com movimentação bancária que pagaram CPMF nesse ano foi de 38,5 milhões, mas apenas 9,9 milhões delas declararam o imposto de renda. O número de isentos chegou a 17 milhões de pessoas, que haviam movimentado R\$ 192,3 bilhões no ano; e o número de omissos atingiu 11,7 milhões de pessoas, somando uma movimentação financeira de R\$ 179,4 bilhões. A concentração dos recursos movimentados por pessoa nesses dois grupos foi, entretanto, fortemente desigual: apenas 62 pessoas declaradas isentas tinham movimentado R\$ 178 milhões em 1998; das omissas, 139 pessoas movimentaram R\$ 28,9 milhões.

Em relação ao grupo dos contribuintes do Imposto de Renda, o cruzamento com os dados da CPMF permitiu à Receita Federal construir o indicador movimentação financeira/rendimento declarado que sugere a magnitude aproximada de rendimentos não declarados. O indicador deve, evidentemente, ser corrigido pelo número de movimentações para gerar uma informação mais precisa. Para o ano de 1998, as pessoas físicas declarantes de Imposto de Renda movimentaram R\$ 1,3 trilhão e pagaram R\$ 314,3 bilhões como imposto de renda, gerando o valor de 4,2 para o indicador da Receita. No caso das pessoas jurídicas, o indicador assumiu valores menores do que para as pessoas físicas e estava inversamente relacionado com o tamanho da empresa. Assim, as empresas que declararam receita por meio do Simples obtiveram um

indicador de 3,9, as empresas sob regime do Lucro Presumido atingiram um indicador de 2,04 enquanto aquelas sob o regime do Lucro Real tiveram um indicador de 1,61.

Entre 2001 e 2007, a existência da CPMF possibilitou a consolidação da prática do cruzamento dessas informações, cujo papel no combate à sonegação fiscal foi preservado mesmo após a extinção da CPMF. Em dezembro de 2007, a Receita Federal, por meio da Instrução Normativa nº 802⁴¹, tornou obrigatório o fornecimento semestral pelas instituições financeiras de informações a respeito de operações financeiras que ultrapassassem R\$ 5 mil para pessoa física e R\$ 10 mil para pessoa jurídica no acumulado de seis meses⁴². Os limites são aplicados sobre cada modalidade de um conjunto amplo de operações: compra e venda de títulos de dívida, de ações em bolsa de valores, de títulos nos mercados futuros e de opções, compra de moeda estrangeira, ouro, remessa de divisas para o exterior, saques e pagamentos. No caso de apenas uma operação ultrapassar os limites estabelecidos, a instituição financeira deve fornecer informações a respeito das outras modalidades de operação realizadas pelo agente, mesmo que elas não tenham ultrapassado os limites.

4. Considerações finais

A experiência brasileira com a tributação de transações financeiras 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, em função da queda de 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 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 uma elevação 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.

Diferentemente do IOF, o objetivo da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (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”. 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.

No momento como atual, em que os líderes dos principais países discutem a conveniência de tributar as transações financeiras, mediante a imposição de uma taxa Tobin sobre os fluxos internacionais, a experiência brasileira pode fornecer importantes subsídios para o debate. De igual modo, outros países podem extrair importantes 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 de capitais estrito senso. O caso brasileiro fornece evidências sólidas que os tributos sobre transações financeiras são ferramentais auxiliares bastante úteis na regulação dos mercados privados.

⁴¹ Regulamenta a Lei Complementar nº 105 que trata do acesso a informações bancárias.

⁴² Com base na regulamentação da Lei nº 105, a Receita Federal já havia criado anteriormente a Declaração de Operações com Cartão de Crédito (Decred), segundo a qual as operadoras de cartão de crédito deveriam enviar as informações à Receita sobre faturas acima de R\$ 5 mil mensais. Com a Instrução Normativa nº 802, esse limite passa a ser semestral, alcançando um número maior de agentes (FERNANDES & VERISSIMO, 2007).

Referências Bibliográficas

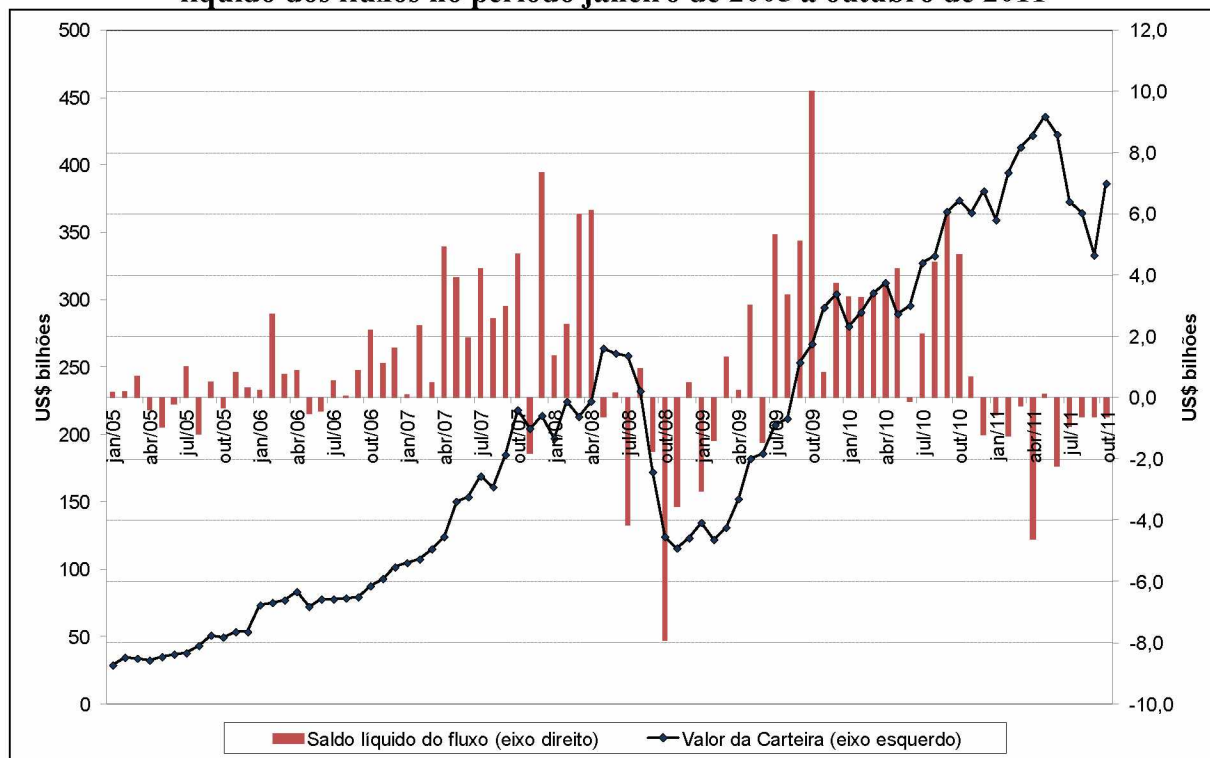
- ALBUQUERQUE, Pedro (2001). Os impactos econômicos da CPMF: teoria e evidência. *Trabalho para Discussão nº 21*, Brasília, D.F., Banco Central do Brasil.
- BARBOSA, Fernando de Holanda (s.d). *O sistema financeiro brasileiro*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, mimeo. Disponível em <http://www.fgv.br/professor/fholanda/Arquivo/Sistfin.pdf>.
- BIANCARELLI, André (2007). O sistema financeiro doméstico e os ciclos internacionais de liquidez. Relatório 2 do Subprojeto II da Pesquisa “O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento”, Convênio BNDES-Cecon-IE-Unicamp, agosto. Disponível em – <http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoIIRelat2BNDES.pdf>
- CAGNIN, Rafael F. (2009). Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano. *Revista de Economia Política*, v.29, n.3 (115), São Paulo.
- CARVALHO, Fernando C.; SICSÚ, João (2006) Controvérsias recentes sobre controles de capital. In: SICSÚ, João; FERRARI, F. (Orgs) Câmbio e controle de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 1-28.
- CINTRA, Marcos A. M. (2006) A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005. *In*: CARNEIRO, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Editora Unesp, p.321-346.
- COELHO, Isaias; EBRILL, Liam; SUMMERS, Victoria (2001), Bank debit taxes in Latin America: An analysis of recent trends, *IMF Working Paper 0167*, Washington, DC; International Monetary Fund, May. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0167.pdf>
- FARHI, Maryse (2010) Os impactos dos derivativos no Brasil. *In*: MARCOLINO, L.C, CARNEIRO, R. (Orgs). *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira*. São Paulo: Publisher do Brasil/Atitude Editora, p.209-231.
- FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos A. M. (2009). The financial crisis and the global shadow banking system. *Revue de la Régulation*, n. 5. Disponível em <http://regulation.revues.org/index7473.html>
- FERNANDES, Adriana; VERISSIMO, Renata (2007). Governo perde CPMF mas obriga banco a repassar dados de clientes. *O Estado de São Paulo*, 29 de dezembro de 2007.
- FORBES, Kristin et al. (2011). Bubbles thy neighbor: direct and spillover effects of capital control. Paper presented at the *12th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the International Monetary Fund*, Washington, DC, November 10–11, Disponível em – <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2011/arc/pdf/forbes.pdf>
- FREITAS, M. Cristina P. (2011). Desafios do financiamento de longo prazo no Brasil In: *Boletim de Economia da Fundap nº 4*, São Paulo: Fundap, p. 15-26, maio. Disponível em www.fundap.sp.gov.br
- ____ (2009) Mercado brasileiro de capitais no período 2003-2008: tendências e evoluções. 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. 235-252.
- ____ (2007) Evolução e determinantes do crédito bancário no período 2001-2006. Relatório 2 do Subprojeto VIII Crédito Bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais da Pesquisa “O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento”, Convênio BNDES-Cecon-IE-Unicamp, agosto. Disponível em <http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoVIIIRelat2BNDES.pdf>.
- ____ (2006) Transformações institucionais do sistema bancário brasileiro. Relatório 1 do Subprojeto VIII Crédito Bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais da Pesquisa “O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento”, Convênio BNDES-Cecon-IE-Unicamp. Disponível em <http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoVIIIRelat1BNDES.pdf>.
- ____ (2000) Política financeira, fragilidade e reestruturação bancária. *In*: CARNEIRO, Ricardo *et al.*, *Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Edições Fundap, p. 237-287.
- FREITAS, M. Cristina P. & CINTRA, Marcos A. M. (2008). Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. *Revista de Economia Política*, v.28, n.3, p. 414-433, São Paulo.
- FREITAS, M. Cristina P.; PRATES, Daniela M. (2001). A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade* (IE/Unicamp), v.17, p. 81-111.
- ____ (1999) Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional nos anos 90. *In*: FREITAS, M. C. P (Org.) *Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90*. São Paulo: Edições Fundap - Fapesp - IPEA, p. 61-100.

- HICKMANN, Clair; SALVADOR, Evilásio (2007). A arrecadação e o destino dos recursos da CPMF. *Nota Técnica 6/2007*, Brasília, D.F: Sindicato Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal - Unafisco Sindical. Disponível em http://www2.unafisco.org.br/estudos_tecnicos/2007/nota_tecnica_cpmf.pdf.
- 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.
- LOPREATO, Francisco (1981). Evolução da participação estadual na distribuição institucional de renda. *Dissertação de Mestrado*, Campinas: IE/UNICAMP, mimeo.
- MARQUES, Rosa M. & MENDES, Áquilas (2010). A luta pelo financiamento as saúde pública brasileira: de 1985 a 2008. *XV Encontro Nacional de Economia Política*, São Luís de 01 a 04 de junho. Disponível em <http://www.sep.org.br>.
- MORENO, Ramon (2011). Policymaking from a “macroprudential” perspective in emerging market economies, *BIS Working Paper*, 336, Basel: Bank of International Settlement, January. Disponível em <http://www.bis.org>.
- MUNHOZ, Vanessa da C. V. & SILVA, Thiago de M. (2011). 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, de 21 de junho a 24 de junho de 2011.
- MUNHOZ, Vanessa da C. V.; BORGES, Erik A. L. (2010) Controle de capitais na economia brasileira: uma análise do IOF como medida de restrição dos influxos financeiros. Trabalho apresentado no *III Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*, São Paulo, agosto. Disponível em www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/27.pdf.
- O CARÁ... (1995). *O caráter progressivo da tributação sobre a circulação financeira*. Documento interno de trabalho. Núcleo de documentação da liderança do PT, Brasília, D.F.: Câmara dos Deputados, mimeo.
- OLIVEIRA, Fabrício (2010). A evolução da estrutura tributária e do fisco brasileiro: 1889-2009. *Texto para Discussão n. 1469*, Brasília, D.F.: IPEA.
- _____. (1991). *A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil*. Belo Horizonte: Oficina de Livros.
- OLIVEIRA, Giuliano (2009). Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008): teoria, evidências e peculiaridades. Campinas: IE-Unicamp, (tese de doutoramento).
- OSTROY, Jonathan et alii (2010). Capital inflows: The role of controls. *IMF Staff Position Note 10/04*. Washington, DC; International Monetary Fund, February. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.
- PAULA, Luiz F. de; OREIRO, José L.; SILVA, Guilherme J. C. (2003). Fluxos e controles de capitais no Brasil: avaliação e proposição de política. *In*: SICSÚ, João, PAULA, Luiz F. de; OREIRO, José L. (Orgs) *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri, SP: Manole – Fundação Konrad Adenauer, p.65-115.
- 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 the Institute of Economics at the State University of Campinas (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
- _____. (2007) A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes. *Texto para Discussão nº 132*. Campinas: IE/UNICAMP, Campinas, set. Disponível em <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/textosdiscussao/texto133.pdf>.
- _____. (2006) A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. *In*: CARNEIRO, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Editora Unesp, p. 133-171.
- _____. (2000). Abertura financeira e vulnerabilidade externa. *In*: Carneiro, Ricardo et al, *Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Edições Fundap, p. 19-69.
- SCHUTTE, Giorgio R. (2010). Evolução do debate sobre taxação de fluxos financeiros. *In*: CINTRA, Marcos A. M.; SCHUTTE, Giorgio R.; VIANA, André R. (org). *Gobalização para todos: taxação solidária para os fluxos financeiros internacionais*. Brasília, D.F.: IPEA, p.21-43.
- SERVO, Luciana; PIOLA, Sérgio F.; PAIVA, Andréa B. e RIBEIRO, José A. (2011). Financiamento e gasto público de saúde: histórico e tendências. *In* MELAMED, Clarice & PIOLA, Sérgio F. (org.).

- Políticas públicas e financiamento federal do Sistema Único de Saúde*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, p.85-108.
- SHOME, Parthasarathi (2011) Financial transaction taxes. *Working Paper n. 9577*, Indian Council for Research on International Economic Relations – ICRIER, April. Disponível em – <http://www.esocialsciences.com/data/articles/Document1184201190.441128.pdf>.
- SHOME, Parthasarathi & STOTSKY, Janet (1995). Financial transaction taxes. *IMF Working Paper n. 95/77*. Washington, DC; International Monetary Fund, August.
- SILVA, Carlos R. P. & MARQUES, Newton (2011). Movimentação financeira: a base sólida para incidência de um imposto socialmente justo. *Texto para Discussão n. 1.649*, Brasília, D.F: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA.
- SILVA Guilherme J. C ; REZENDE, Marcos F da C. (2010) Eficácia dos controles de capitais no Brasil: uma abordagem teórica e empírica alternativa. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 40, n. 3, p. 617-649, Julho-setembro.
- TORRES, David *et al.* (2003). *Revelando o sistema tributário brasileiro*. São Paulo: Edições Sinafesp.
- VIOL, Andrea L. *et al.* (2001) CPMF – mitos e verdades sob a ótica econômica e administrativa. *Texto para Discussão 15*. Brasília, D. F.: Secretaria da Receita Federal, Disponível em – <http://www.receita.fazenda.gov.br>.

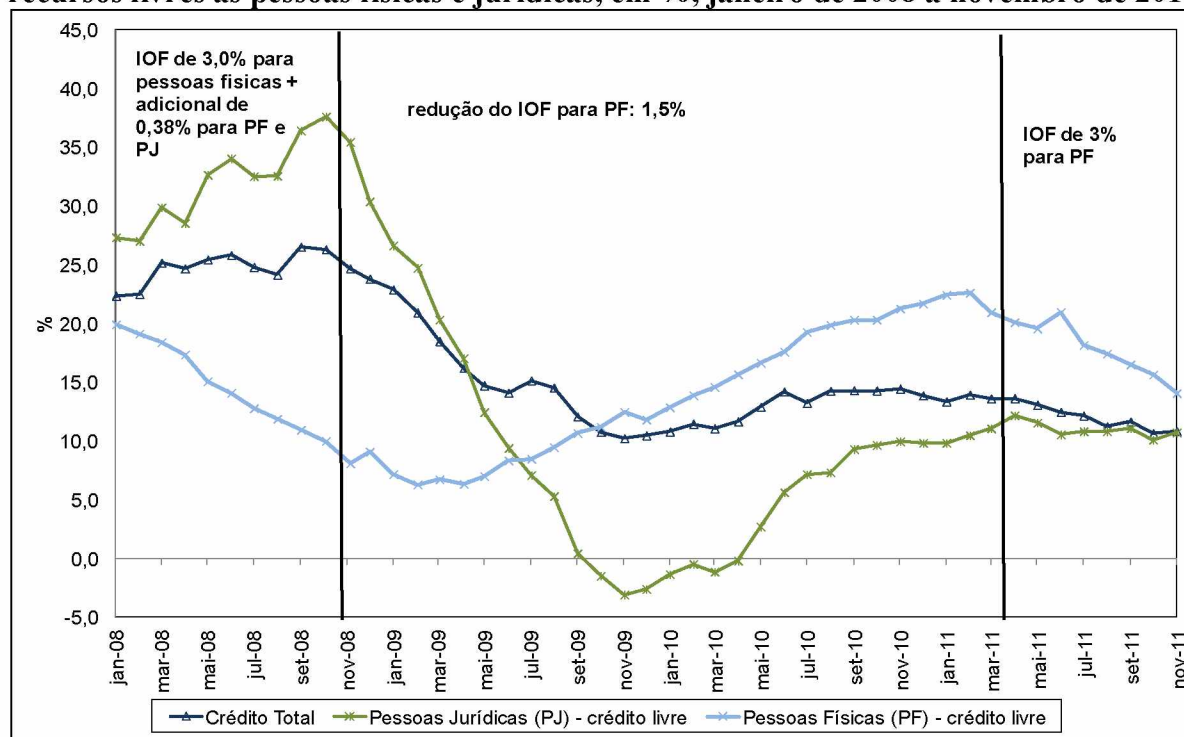
Anexo

Gráfico A1. Evolução do valor da carteira de investimentos estrangeiros e do saldo líquido dos fluxos no período janeiro de 2005 a outubro de 2011



Fonte: CVM. Elaboração dos autores.

Gráfico A2. Variação real em doze meses crescimento do estoque de crédito total e com recursos livres às pessoas físicas e jurídicas, em %, janeiro de 2008 a novembro de 2011



Fonte: Banco Central do Brasil. Séries temporais operações de crédito do sistema financeiro.

Nota:

1. Deflacionado pelo IPCA

Quadro A1. Sistematização dos argumentos favoráveis e contrários à CPMF

	Críticos da CPMF	Defensores da CPMF
Intermediação financeira	Há desintermediação (queda do número de cheques, aumento do M1 ainda que pouco expressivo).	Há pouca evidência de desintermediação. Meios de pagamento passam por mudanças estruturais (transações eletrônicas e cartões).
Spread, juros	Aumento do <i>spread</i> bruto e queda do <i>spread</i> líquido, aumento das taxas de juros de empréstimo.	CPMF, assim como IOF, tarifas e margens bancárias, compõe os <i>spreads</i> , mas seu peso é baixo.
Composição do portfólio dos agentes	Migração de recursos dos depósitos a prazo para os fundos de investimento.	Recomposição do portfólio está mais associada às vantagens dos fundos (acesso ao pequeno investidor, diversificação de risco, etc).
Base de incidência	CPMF deteriora sua base de incidência.	Possivelmente baixa. Critica a precisão da construção do modelo do BC.
Tributação da economia informal/ilegal	Atinge a economia informal como outros tributos (IPVA, IPTU, impostos indiretos), que são, inclusive mais difíceis de burlar.	Atinge contribuintes que praticam elisão fiscal em outros tributos, incide sobre economia informal e ilegal, permite combate à sonegação e lavagem de dinheiro.
Custo da dívida pública	É ampliado.	CPMF constitui fonte importante de recursos e colabora na geração do superávit fiscal
Curva de Laffer	Aplica-se à CPMF. Alíquotas praticadas (até 0,38%) estão na fase crescente da curva.	Aplica-se à CPMF assim como a outros tributos; por isso as alíquotas são baixas.
Praça financeira nacional	É prejudicada com a elevação do custo de operação.	CPMF é só parte do custo real de operação, que inclui taxas administrativas e outros impostos e exigências regulamentares.
Regressividade	Sim.	Não.
Custo operacional da arrecadação	-	É praticamente nulo tanto para o fisco como para o contribuinte.
Contribuição ao combate à sonegação fiscal	-	Sim.

Fontes: Albuquerque (2001), Koyama & Nakane (2001), Viol *et al.* (2001), Silva & Marques (2011), Coelho *et al.* (2001), ND/PT (1995).

Obs.: Os argumentos de crítica à CPMF foram sintetizados a partir das contribuições feitas pelos técnicos do Banco Central do Brasil; enquanto os argumentos de defesa da contribuição têm origem principalmente no corpo técnico da Secretaria da Receita Federal.

Quadro A2. Alterações das alíquotas do IOF incidente sobre fluxos de capitais e sobre operações de câmbio

Data	Finalidade	Medida
19/10/1994	Controle de capital	Alíquota de IOF sobre as captações externas foi elevada de 3% a 7% Alíquota sobre os fundos de renda fixa capital estrangeiro (FRFCE) é elevada de 5% para 9% Fixada alíquota de 1% de IOF sobre os investimentos estrangeiros de portfólio
9/03/1995	Controle de capital	Alíquota de IOF sobre as captações externas foi zerada. Também foi zerada a alíquota do IOF sobre os investimentos estrangeiros de portfólio. Alíquota de IOF sobre os fundos de renda fixa capital estrangeiro (FRFCE) retornou ao patamar de 5%
10/08/1995	Controle de capital	Alíquota de IOF sobre os fundos de renda fixa capital estrangeiro (FRFCE) foi elevada a 7% Fixada em 7% a alíquota de IOF incidente sobre a conta corrente de não residentes Fixadas alíquotas de IOF sobre as captações externas decrescentes com prazo: < 2 anos: IOF de 5% - 3 anos: IOF de 4% - 4 anos: IOF de 2% - 5 anos: IOF de 1% - 6 anos: IOF 0%
09/02/1996	Controle de capital	Alteração nas alíquotas de IOF sobre as captações externas decrescentes com prazo: < 3 anos: IOF de 5% - 3 anos: IOF de 4% - 4 anos: IOF de 2% - 5 anos: IOF de 1%
25/04/1997	Controle de capital	Alíquotas de IOF sobre as captações externas, independentemente do prazo, foram zeradas. Alíquota de IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio em renda fixa fixada em 2%. Alíquota sobre a conta corrente de não residentes foi reduzido de 7% para 2%
16/03/1999	Controle de capital	Alíquota de IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio em renda fixa foi zerada.
03/01/2008	Arrecadatória	Alíquota de IOF sobre as captações externas com prazo inferior a 90 dias foram elevadas de 5,0% para 5,38%. Sobre as importações e exportações de bens e serviços e demais operações com câmbio passou a incidir uma alíquota de 0,38%
17/03/2008	Controle de capital	Alíquota de IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio em renda fixa subiu de 0% para 1,5%.
22/10/2008	Controle de capital	Alíquota de IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio em renda fixa voltou ao patamar de 0% Também foram zeradas as alíquotas de 0,38% incidentes sobre as captações externas e sobre a remessa de juros e dividendos
19/10/2009	Controle de capital	Alíquota de IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio, em renda fixa e em ações, foi fixada em 2%.
18/11/2009	Controle de capital	Fixada alíquota de IOF de 1,5% sobre as novas emissões de ADR de ações brasileiras. Assim, bloqueou-se um

		instrumento de evasão fiscal.
4/10/2010	Controle de capital	Aumento da alíquota de IOF de 2% para 4% sobre a aplicação de estrangeiros em fundos de renda fixa e títulos do Tesouro. Não houve alteração na alíquota de IOF sobre aplicações em ações, mantida em 2%.
7/10/2010	Controle de capital	Para evitar que investidores deixem de pagar a nova alíquota de IOF para renda fixa, a migração por investidores não residentes de aplicações em renda variável e ações para aplicações em renda fixa está sujeita ao fechamento de novo contrato de câmbio (câmbio simultâneo)
18/10/2010	Controle de capital	Elevação da alíquota de IOF, agora de 4% para 6%, para aplicações de investidores não residentes em renda fixa, bem como sobre as margens de garantias pagas pelos estrangeiros nas operações no mercado futuro Também foi elevada a 6% a alíquota do IOF incidente sobre operações financeiras de câmbio cobrado na troca de ADR americanos por ações de empresas brasileiras no mercado local
15/12/2010	Estímulo ao financiamento privado de longo prazo	Desoneração do IOF incidente sobre a entrada de recursos estrangeiros em fundos de <i>private equity</i> , tais como os fundos de investimento em participação (FIP) e fundos mútuos de investimentos em empresas emergentes (FMIEE). A alíquota sobre essas operações de câmbio foi reduzida de 6% para 2%
30/12/2010	Controle de capital	Redução de seis para dois por cento do IOF cobrado no cancelamento de ADR para compra ações de empresas brasileiras no mercado local Fixação de alíquota de IOF de 5,38% para as captações externas com prazo inferior a 90 dias
29/3/2011	Controle de capital	Imposição de IOF de 6% sobre as captações externas de até 360 dias (já eram tributadas com
4/4/2011	Controle de capital.	Renovações de empréstimos externos devem realizar câmbio simultâneo (devem contabilizar os fluxos cambiais “fictícios” referentes ao pagamento da dívida, sujeito a IOF de 0,38%, e à nova captação -, sujeita a IOF de 6%). Bloqueia-se, assim, um instrumento de evasão da medida precedente.
6/4/2011	Controle de capital	IOF de 6% passa a incidir também sobre empréstimos externos de até dois anos, sobre repactuação e assunção de dívidas e sobre empréstimos intercompanhias do mesmo prazo.
26/7/2011	Controle de capital	Empréstimos externos contratados por prazo superior a 720 e liquidadas antecipadamente também passam a pagar IOF de 6%. Desse modo, bloqueia-se mais um modo de evasão.
26/7/2011	Regulação macroprudencial	IOF de 1% sobre posições líquidas em derivativos cambiais
2/8/2011	Controle de capital	Em Ato Declaratório publicado no Diário Oficial, a Receita esclareceu que a alíquota de 6% do IOF incidente sobre os empréstimos com prazo médio de até 720 dias incide sobre as operações de empréstimos intercompanhias.
1/12/2011	Controle de capital	Alíquota de IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio em renda fixa e variável baixou para 0%.
1/12/2011	Estímulo ao financiamento privado de longo prazo	Também foi zerada a alíquota de IOF sobre aplicações de não residentes em títulos privados com prazo acima de 6 anos (<i>duration</i> de quatro anos)

Fonte: Receita Federal do Brasil. Elaboração própria dos autores a partir das informações disponíveis em <http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/legisassunto/iof.htm>

Tabela A1. Arrecadação dos principais itens do IOF no período 1995 a 2011* (R\$ milhões a preços médios de 2011 - IPCA)

PERÍODO	OPERAÇÕES DE CREDITO				CAMBIO				SEGURO		APLICAÇÕES FINANCEIRAS		OUTROS		TOTAL	
	PF		PJ		ENTRADA DE		SAÍDA DE		VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	Var %
	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%								
1995	-	-	7.333,2	78,17	376,2	4,01	406,7	4,34	1.082,3	11,54	37,8	0,40	145,1	1,55	9.381,3	
1996	-	-	5.256,6	73,24	233,7	3,26	480,9	6,70	1.064,2	14,83	13,6	0,19	128,2	1,79	7.177,1	-23%
1997	-	-	7.447,1	83,68	23,1	0,26	147,3	1,66	1.184,1	13,31	0,9	0,01	96,8	1,09	8.899,4	24%
1998	-	-	5.631,5	69,80	102,4	1,27	293,3	3,64	1.280,6	15,87	658,9	8,17	100,8	1,25	8.067,4	-9%
1999	2.170,7	20,48	2.975,5	28,08	177,7	1,68	290,8	2,74	2.106,1	19,87	2.707,9	25,55	169,1	1,60	10.597,8	31%
2000	1.215,6	19,17	1.893,2	29,86	41,7	0,66	126,9	2,00	2.533,7	39,97	202,2	3,19	326,3	5,15	6.339,4	-40%
2001	1.483,5	21,78	2.222,9	32,64	44,0	0,65	116,3	1,71	2.658,1	39,03	150,7	2,21	134,3	1,97	6.809,8	7%
2002	1.397,8	19,84	2.385,6	33,86	99,2	1,41	93,3	1,32	2.715,2	38,54	189,9	2,69	164,5	2,33	7.045,4	3%
2003	1.476,6	21,75	2.353,2	34,66	29,4	0,43	75,9	1,12	2.547,3	37,51	158,4	2,33	149,2	2,20	6.790,0	-4%
2004	1.937,1	25,91	2.511,2	33,59	21,2	0,28	93,2	1,25	2.678,2	35,82	105,1	1,41	130,8	1,75	7.476,8	10%
2005	2.441,1	29,85	2.673,8	32,70	1,3	0,02	138,9	1,70	2.625,6	32,11	132,2	1,62	163,9	2,00	8.176,9	9%
2006	2.817,7	32,33	2.987,6	34,28	1,7	0,02	153,6	1,76	2.443,5	28,04	112,7	1,29	198,9	2,28	8.715,6	7%
2007	3.433,0	35,30	3.507,1	36,06	4,8	0,05	194,2	2,00	2.290,5	23,55	97,8	1,01	198,1	2,04	9.725,5	12%
2008	8.690,7	36,37	8.639,2	36,15	826,1	3,46	2.283,9	9,56	2.528,7	10,58	434,8	1,82	493,0	2,06	23.896,4	146%
2009	6.370,6	29,56	8.562,4	39,73	1.240,3	5,75	1.804,3	8,37	2.747,0	12,74	508,2	2,36	320,9	1,49	21.553,7	-10%
2010	7.618,3	26,86	9.142,1	32,23	5.376,0	18,95	1.786,2	6,30	2.967,8	10,46	1.212,3	4,27	263,2	0,93	28.365,7	32%
2011 (*)	9.864,5	34,24	8.660,3	30,06	4.227,6	14,68	1.807,3	6,27	2.885,4	10,02	1.111,7	3,86	250,6	0,87	28.807,5	2%

Fonte: Secretaria da Receita Federal

Nota:

* até novembro.

Tabela A2. Evolução da participação dos investidores no mercado acionário brasileiro¹, 1994-2011*, em porcentagem

Tipos de investidores/Anos	Pessoas Físicas ²	Investidores Institucionais	Investidores Estrangeiros	Empresas Públicas e Privadas	Instituições Financeiras	Outros	Volume ¹ em R\$ milhões	Volume ¹ em US\$ milhões
1994	9,7	16,4	21,4	6,9	45,5	0,2	247,3	360,0
1995	11,3	15,8	26,4	5,0	41,3	0,2	259,4	283,5
1996	9,9	13,0	28,6	3,2	45,1	0,2	397,1	394,2
1997	10,4	19,0	25,9	4,3	40,1	0,4	829,1	767,4
1998	12,3	17,6	25,1	7,2	37,0	0,7	657,9	569,0
1999	15,9	15,6	22,3	6,1	39,1	1,0	626,3	347,6
2000	20,2	15,8	22,0	4,2	36,7	1,1	746,7	410,2
2001	21,7	16,0	25,1	3,0	34,0	0,2	611,0	265,3
2002	21,4	18,4	22,3	3,8	33,4	0,4	558,1	197,9
2003	23,7	32,5	24,2	3,4	15,5	0,4	818,3	271,9
2004	24,5	29,5	27,0	3,8	14,4	0,4	1.221,3	419,7
2005	23,0	27,9	33,2	2,2	12,6	1,2	1.610,8	666,6
2006	23,9	27,4	34,1	2,0	12,6	0,1	2.434,5	1.120,4
2007	21,7	31,2	35,2	2,0	9,8	0,1	4.895,1	2.554,8
2008	29,5	23,8	36,2	4,2	6,2	0,2	5.525,5	3.119,3
2009	26,5	29,2	31,6	2,2	10,4	0,1	5.286,8	2.735,2
2010	20,5	34,3	33,0	2,9	9,3	0,1	6.488,6	3.693,5
2011*	21,5	33,3	34,7	1,7	8,7	0,1	6.562,4	3.945,0

Fonte: BM&FBovespa. DADOS DE MERCADO / MARKET INFORMATION - Dez/Dec 15/2011. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br>

Notas:

*Posição até o dia 14 de dezembro.

1. Considerada a soma do volume de compra e venda.

2. A partir de janeiro de 2004, a participação dos investidores Pessoas Físicas passou a incorporar a de Clubes de Investimento, antes computada em investidor Institucional. A série histórica está ajustada a essa nova metodologia.