

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A controvérsia sobre a eficácia dos controles de capitais:
uma análise do Imposto sobre Operações Financeiras no
Brasil (1999-2016)**

RAINIELSON DOS SANTOS FAUSTINO
MATRÍCULA Nº: 111183707

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi

COORIENTADOR: Tarciso Gouveia da Silva

OUTUBRO 2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A controvérsia sobre a eficácia dos controles de capitais:
uma análise do Imposto sobre Operações Financeiras no
Brasil (1999-2016)**

RAINIELSON DOS SANTOS FAUSTINO
MATRÍCULA Nº: 111183707

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi

COORIENTADOR: Tarciso Gouveia da Silva

OUTUBRO 2016

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais e a minha irmã pelo incentivo e o apoio concedido na minha decisão de cursar economia.

A universidade, assim como o corpo docente e demais funcionários que se fizeram presentes neste longo ciclo e em especial ao meu orientador e coorientador que dedicaram um apoio na elaboração deste trabalho

Meus agradecimentos aos amigos do próprio curso, companheiros de trabalhos, aqui representados pela Viviane Cunha Reche e aos meus irmãos que aguardavam ansiosamente por esse momento: Nicolas, Luiza e Débora e que vão continuar presentes em minha vida com certeza. Grato também por Howard Schultz por ceder um espaço para que finalmente pudesse concluir esse trabalho.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo aprofundar a discussão sobre a eficácia do Imposto sobre Operações Financeiras no Brasil após 1999 e como instrumento de controle de ingresso de capital no país. Avalia-se a hipótese de que o IOF, embora apresente características referentes aos controles de capitais, não apresentou durante esse período restrições significativas aos ingressos de capitais de curto prazo no país. Para tanto, foram utilizados o método de estimação VAR para testar tal hipótese. Os resultados encontrados não se revelaram eficazes em conter o ingresso de capital e, conseqüentemente, podem não ser suficientes para a finalidade de reduzir a vulnerabilidade externa ou dar autonomia para a política monetária, como sugere a literatura referente aos controles de capitais.

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
PIB	Produto Interno Bruto
FMI	Fundo Monetário Internacional
FHC	Fernando Henrique Cardoso
RFB	Receita Federal do Brasil
VAR	Vetor autorregressivo
ICC	Índice de Controle de Capitais
EMBI	<i>Emerging Market Bond Index</i>
Copom	Comitê de Política Monetária
Selic	Taxa de Juros Selic
BPM	Manual de Balanço de Pagamentos
SGS	Sistema Gerador de Séries Temporais
ICA	Ingresso de investimentos em carteira de ações
ICRF	Ingresso de investimentos em carteira de renda fixa
CÂMBIO	Taxa de Câmbio
RESERVAS	Reservas internacionais US\$ (milhões)
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
Δ RI	Variação da legislação de entrada de capital
Δ RO	Variação da legislação de saída de capital

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I - Fundamentação teórica dos controles de capitais	11
I.1 Controle de Capitais: uma breve conceituação	11
I.2 Necessidade de Controles de Capitais	11
I.3. Tipificação dos Controles de Capitais	14
I.4. Histórico de utilização dos Controles de Capitais.....	15
CAPÍTULO II - A experiência brasileira com a liberalização financeira e os controles de capitais	18
II.1 A liberalização financeira após os anos 1990.....	18
II.2 O imposto sobre Operações Financeiras no Brasil (IOF)	20
II.3 Estudos empíricos em relação a controle de capital	21
CAPÍTULO III - Análise Empírica	24
III.1 Base de Dados	24
III.2 Relação entre fluxos de capitais e as variáveis do modelo.....	25
III.3 Referencial metodológico	26
III.4 Resultados do Var	32
CONCLUSÃO.....	38

INTRODUÇÃO

Defensores da liberalização financeira e da remoção de controles argumentam que a livre movimentação de capitais permitiria uma alocação internacional de capitais mais eficiente, o que seria particularmente benéfico a países em desenvolvimento, já que os capitais deveriam se direcionar dos países desenvolvidos, onde sua produtividade seria menor, para os menos desenvolvidos, onde sua escassez permitiria obter altos retornos. Entretanto, o advento da crise financeira global em 2008-09 implicou em uma ruptura referente ao consenso vigente. As consequências da turbulência financeira internacional ainda permanecem no período recente, sobretudo no que se refere aos grandes estímulos econômicos como, por exemplo, flexibilização quantitativa e o estabelecimento de taxas de juros básicas próximas de zero – ambas no âmbito da política monetária – para as economias avançadas que elevaram a liquidez internacional.

O cenário de liquidez elevada direcionou os fluxos para os mercados emergentes (ME) pela busca de retornos positivos. Entretanto esse elevado capital de curto prazo, não teve resultados tão favoráveis para essas economias. Nesse sentido, “[d]efinitivamente, estamos em um jogo não cooperativo e que não é de soma zero e, por isso, as economias ME estão sendo prejudicadas, em vez de beneficiadas. As medidas de gestão da conta de capitais é uma questão mais técnica do que ideológica. Elas se juntam ao conjunto de ferramentas de política, com resultados positivos ” (HOLLAND, 2016, p.252):

De acordo com Subbarao (2016), após a crise financeira global de 2008-09 o gerenciamento da Conta de Capital, realizada por alguns países, parece ser um novo consenso no âmbito mundial, rompendo com o movimento de uma abertura total da conta de capitais e da contrariedade à utilização dos controles de capitais como ferramenta para estabilização de curto prazo. Ao contrário do início dos anos 90, em que o FMI apresentou-se no Consenso de Washington como defensor da liberalização da conta de capital, ao longo deste período recente, o discurso em defesa dos controles, ainda que temporários, se fez presente até mesmo nos estudos recentes do próprio FMI, destacando os controles preventivos dos mercados emergentes sobre a adoção de alguns produtos financeiros que se mostraram tóxicos nos países desenvolvidos.

A proposição alternativa ao consenso anterior é que a atratividade, no que tange ao ingresso deste capital, estaria diretamente sujeita as taxas de juros elevadas, que possibilitaram uma alocação de portfólio, em um contexto de expansão contínua monetária. Diante disso, os

capitais de curto prazo, intrinsicamente corresponderiam a capitais especulativos e sujeitos aos efeitos de contágio e manada (GREGORIO ,2016).

A postura do FMI com relação a controles de capitais ilustra a cambiante apreciação desse tipo de instrumento na comunidade de economistas, acadêmicos, de instituições privadas e com responsabilidade de governo. Segundo Munhoz (2013), no caso brasileiro, os impostos sobre fluxos de capitais foram adotados no pós-crise, assim como uma série de outras medidas para diminuir a volatilidade ocasionada por esses fluxos e seu volume demasiadamente excessivo.

O objetivo deste trabalho é investigar a utilização de controles de capitais em relação aos fluxos de capitais de curto prazo, com a ênfase nos controles indutores de mercado através da análise da experiência brasileira após a adoção do regime de câmbio flutuante. Especificamente, pretende-se analisar os efeitos que o imposto sobre operações financeiras (IOF) implica no ingresso de capitais de curto prazo no país e a interrelação entre as variáveis: câmbio, juros, risco-país e preços das commodities. Além disso, serão apresentadas as referências teóricas e empíricas ao que concerne a adoção de controle de capitais

Neste sentido, a hipótese que orienta este trabalho é que o imposto de operações financeiras, embora apresente características referentes aos controles indutores de mercado, não apresentou durante esse período restrições significativas aos ingressos de capitais de curto prazo no país. Assim, o ingresso estaria associado a variáveis especulativas e retornos comparativos (condicionada a juros elevados), que podem se dissociar de fundamentos macroeconômicos, aumentando a volatilidade dos fluxos e as incertezas inerentes, estando sujeitos a efeito de manada e contágio.

É realizado neste trabalho uma revisão da pesquisa feita por Munhoz (2013), abordando empiricamente a análise referente as relações existentes do imposto sobre operações financeiras e as variáveis referentes ao ingresso de capitais de curto prazo no país, assim como para a inter-relação entre as demais variáveis. Para tanto, foram realizadas pesquisas bibliográficas utilizando: livros, artigos, revistas, periódicos e notas técnicas. Os dados foram coletados em diversas bases, quais sejam: do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA), indicadores econômicos obtidos pelo Sistema Gerador de Séries do Banco Central (SGS), e dados provenientes do sistema Bloomberg.

Neste sentido, as três primeiras seções que sucedem esta introdução, atentam para a revisão da literatura que delimita o escopo dos controles de capitais, as justificativas para a utilização e as demais análises empíricas realizadas com base na experiência do Brasil e de outros países. Os dois capítulos finais são reservados para a investigação da eficiência do IOF para o controle do ingresso de capital de curto prazo e para a conclusão da presente análise. O estudo segue o modelo proposto por Munhoz (2013), a partir da metodologia dos Vetores Autoregressivos (VAR), alterando a variável de fluxo de capitais e com o incremento dos preços das commodities que, conforme Abe et al. (2011), apresentam relação com o ingresso de capital, sendo também utilizada em outras análises referente aos fatores de atratividade de ingressos de capitais.

O presente trabalho cobre o período pós Plano Real e adoção do regime de câmbio flutuante, mais precisamente compreendido entre os anos de 1999 e de 2016. A escolha do período se deu em função do processo de estabilização econômica que sucedeu o Plano Real, ao processo de liberalização financeira que ocorreu a partir do início da década e que foi acompanhada pela implementação do Imposto sobre Operações Financeiras. O período em análise também compreende a crise financeira de 2008 que, segundo Subbarao (2016), alterara o paradigma referente a utilização dos controles de capitais.

CAPÍTULO I - Fundamentação teórica dos controles de capitais

1.1 Controle de Capitais: uma breve conceituação

A literatura que discorre acerca de controle de capitais utiliza-se da expressão para categorizar os instrumentos legais que são utilizados para intervir na livre mobilidade dos fluxos de capitais de entrada e/ou de saída. Em síntese, Carvalho (2006) resume que “Controles de capitais são instrumentos de intervenção no funcionamento dos mercados”, os quais, na visão mais recente do FMI, poderiam ser indicadas nos casos em que os fluxos têm um impacto adverso na estabilidade financeira ou macroeconômica.

A entrada de capitais ocorre mediante transações de compra e/ou venda de ativos, sejam eles títulos do tesouro nacional, ações na bolsa de valores, investimentos diretos e outras operações financeiras. Os controles de capitais, portanto como apresentados em Blanchard (2016), são definidos como “ferramentas de gerenciamento” da conta de capitais que visam os riscos provenientes dos fluxos mais voláteis.

Neste sentido, os controles de capitais ao reduzirem ou impedirem fluxos de capitais, seja de forma total ou parcial, atuam como uma barreira de entrada e/ou saída para o mercado. Isso porque, assim como apresentado por Carvalho (2004), a existência de externalidades e a ausência de mercado perfeito e completo são passíveis de tornar essas operações ineficientes do ponto de vista social. E, conseqüentemente, as discussões intrínsecas ao controle de capitais tornam-se semelhantes a discussão da intervenção regulatória nos mercados financeiros domésticos.

1.2 Necessidade de Controles de Capitais

O primeiro argumento referente a utilização de controle de capitais, assim como apresentado por Oreiro (2004), consiste na possibilidade mudanças autônomas e espontâneas nas expectativas dos agentes econômicos a respeito da capacidade de um país honrar seus compromissos externos sem a ocorrência de nenhuma ruptura com o regime de política econômica adotado por ele. Nesse sentido, um grande fluxo de entrada de capitais de curto prazo poderia criar as condições necessárias para a ocorrência de uma crise cambial gerada por profecias auto-realizáveis, os quais resultaria em uma grande depreciação da taxa nominal de câmbio, aumentando os problemas financeiros dos tomadores domésticos e gerando pressões inflacionárias na economia doméstica devido ao aumento dos preços em moeda doméstica dos

bens comercializáveis e ao aumento dos custos de produção dos bens não comercializáveis que utilizam insumos importados em sua produção.

Diante do exposto, a depreciação do câmbio nominal no regime de câmbio flutuante deverá resultar, no curto prazo, em uma redução do nível de atividade econômica, de tal sorte que “[d]esse razoado segue-se que uma reversão súbita do fluxo de capitais de curto prazo, motivada por uma mudança nas expectativas dos investidores internacionais quanto à capacidade dos tomadores domésticos de honrar seus compromissos contratuais, resultará em desvalorização/depreciação da taxa nominal de câmbio, aumento da taxa de inflação e retração do nível de atividade econômica. Assim sendo, os fluxos de capitais de curto prazo contribuem para aumentar a *fragilidade externa* das economias domésticas na medida em que mudanças súbitas no ‘humor’ dos investidores internacionais resultarão em uma redução drástica da *performance macroeconômica* desses países” (OREIRO, 2004, p.09).

A discussão, portanto, das recentes propostas de introdução de controles de capitais nas economias emergentes têm como fundamento teórico a ideia de que a mudança nas expectativas dos investidores internacionais e a reversão súbita dos fluxos de capitais de curto prazo podem ser atenuados e evitados. E no que tange o caso brasileiro, “a experiência recente de instabilidade cambial, desde a crise asiática, tem revelado as dificuldades de administração das políticas macroeconômicas em um país com elevada dependência de capitais externos, moeda fraca e conta de capital aberta. Um novo estilo de política econômica torna-se necessário para criar condições para um crescimento econômico sustentável e financeiramente estável. A adoção de alguns mecanismos de controle de capitais pode ajudar no estabelecimento deste modelo de política econômica” (OREIRO, 2004, p.02).

Similarmente, a despeito das reversões súbitas “para a pesquisa em torno dos controles de capitais como análogo de regulação financeira, é preciso não apenas considerar o mercado de câmbio apenas pela inclusão de mais um preço relativo, mas também como fonte de mais um conjunto de riscos, notadamente o risco gerado pela volatilidade desse preço (isto é, volatilidade cambial) e pela possibilidade de insolvência em compromissos aceitos em moeda estrangeira (como, por exemplo, no caso de empresas que captam empréstimos externos e cuja solvência passa a depender não só de sua própria capacidade de geração de receitas, mas também das condições em que essa receita pode ser convertida na moeda escolhida como meio de pagamento do contrato de dívida)” (CARVALHO, 2006, p253).

Outros autores, como por exemplo Gregorio (2016), apresentam também esta possibilidade de reversão de um déficit em conta corrente sustentável, ocorrendo devido à uma súbita interrupção nas entradas de capitais decorrentes de apetite ao risco dos investidores estrangeiros, medo da insolvência, ou simplesmente como efeito de um contágio ocasionado por uma retirada geral dos investidores dos mercados emergentes. Mudanças autônomas, podem ser tipificadas em síntese como movimentos orientados por: efeito manada - quando ocorre devido a assimetria de informações e os agentes tendem a imitar os movimentos dos demais, ao considerar que os demais agentes possuem maiores informações - e por efeito contágio – à existência de rumores no mercado redirecionam as expectativas dos agentes.

O segundo argumento favorável à utilização dos controles de capitais é referente a possibilidade de não eficiência alocativa do mercado, a qual, “se os mercados não forem eficientes para promover equilíbrios financeiros domésticos, também não haverá razão para que o sejam na promoção de equilíbrios de movimentos internacionais de capitais” (CARVALHO, 2006, p.253). Distintamente da hipótese dos mercados completos, a teoria dos controles de capitais orienta-se nas hipóteses de mercados incompletos, assimetria de informação e incertezas kightiana, que assim como apresentado pelo autor, podem conduzir a situações ineficientes do ponto de vista social.

E, por último, os grandes fluxos de entrada de capitais nos países emergentes estão associados aos momentos de liquidez excessiva nos mercados internacionais, os quais só ocorrem quando a política monetária dos países desenvolvidos está direcionada em prol da obtenção de baixas taxas de juros e recuperação do crescimento econômico. Nesse sentido, o caráter especulativo dos capitais de curto prazo pode dissociar os fluxos dos indicadores de solidez econômica, acrescentando também que essa busca de rendimentos mais elevados pode alimentar bolhas nos preços dos ativos e aumentar o risco das aplicações financeiras domésticas.

Em síntese, a excessiva mobilidade dos capitais de curto prazo pode implicar para a gestão macroeconômica três tipos de problemas: aumento da fragilidade externa da economia com a possibilidade de reversão súbita da entrada de capitais de curto prazo e a ocorrência de crises no balanço de pagamentos, perda de autonomia na condução da política monetária e apreciação do câmbio real. De modo que, a desejabilidade da liberalização dos fluxos de capitais se defronta, com uma eminente elevação dos riscos de instabilidade e conseqüentemente a pesquisa e reflexão a despeito da utilização dos controles de capitais torna-se um objeto de análise de substancial importância.

1.3. Tipificação dos Controles de Capitais

A definição teórica referente as falhas de mercado não são por si só suficientes para justificar essa intervenção, assim como apresentado por Carvalho (2006), tendo em vista que a utilização de controles não depende apenas da existência de problemas que exijam intervenção, mas também o cálculo de custos e benefícios. Nesse sentido, o autor define duas orientações básicas para os estudos: a primeira diz respeito à existência de problemas que exijam intervenção, a segunda ao cálculo de custos e benefícios que acompanham sua implementação. Referente ao conjunto de instrumentos destaca-se três agregados de problemas e, nesse sentido o presente trabalho orienta-se na análise no primeiro deles, que “é o próprio mapeamento dos instrumentos de intervenção sobre as operações financeiras com o exterior efetivamente disponíveis que devem ser considerados como controles de capitais” (CARVALHO, 2006, p.255).

Carvalho e Sicsú (2004) destacam que, tendo em vista a abrangência do conceito e a ampla “gama de instrumentos” que podem estabelecer ou exercer o controle de capitais, se faz necessário estabelecer as diferenças entre os controles e a sua tipificação genérica. Esse processo, na visão do autor, possibilita uma melhor avaliação da eficiência dos instrumentos e conseqüentemente nas recomendações de política macroeconômica.

De maneira ampla, Carvalho (2006) atribui ao conjunto de instrumentos três classificações, mas destaca que existe uma dificuldade de conceituação adequada dos instrumentos, devido a possibilidade de cada instrumento ser utilizado com finalidades e propósitos distintos. O primeiro conjunto de instrumentos consiste em “Controles Administrativos”, restrições quantitativas diretas de certos tipos de fluxo de capital, seja através da origem, de sua maturidade ou destinação. O segundo são “Controles Indutores de Mercado”, mediante a aplicação de impostos a certos tipos de operações e/ou constituição de depósitos compulsórios. E por último, os “Controles por Instrumentos de Regulação Financeira” que são limites sobre posições cambiais em aberto nos bancos ou restrição sobre a capacidade de endividamento externo das empresas.

Entretanto, assim como apresentado por Oreiro (2004), os controles de capitais podem ter características distintas e ainda assim pertencerem ao mesmo conjunto de instrumentos. Esta diferenciação seria referente ao grau de permanência e finalidade. A figura 1 sintetiza as principais distinções entre os controles de capitais que são apresentadas pelo autor, acrescentando o instrumento regulatório que anteriormente foi apresentado por Carvalho (2006).

Figura 1: Distinções entre os conjuntos de controles de capitais

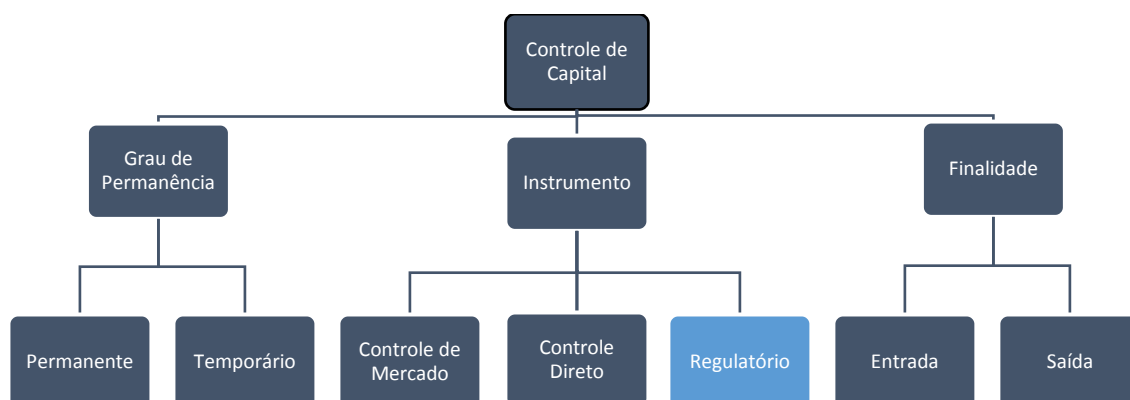


Figura 1: Fonte: Oreiro (2004) e Carvalho (2006). Elaboração Própria

Neste sentido, o autor destaca que sendo o objetivo de aumentar autonomia da política econômica, então os controles devem ter caráter permanente e atuando em ambas as finalidades. Especificamente para a fragilidade externa, o controle deve ter como objetivo limitar a entrada de capitais de curto prazo, incentivando, na medida do possível, o alongamento do perfil das obrigações externas do país, tendo em vista que os controles de saídas tendem a coordenar as expectativas dos agentes econômicos.

1.4. Histórico de utilização dos Controles de Capitais

Discussões mais abrangentes acerca de países que utilizaram controles de capitais e logram algum êxito em seus objetivos, sejam eles referentes a acréscimos da autonomia da política monetária, ou para redução da vulnerabilidade externa das economias emergentes, são referenciados em Sicsú (2006). Entretanto, essa análise foge do escopo deste trabalho, que objetiva analisar o efeito do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre os fluxos de capitais, partindo como base a revisão do modelo sugerido por Munhoz (2013), como também por já terem sido feitas pela autora, e demais estudos referentes ao caso Brasileiro.

Carvalho (2004) destaca o Chile e a Malásia, que frequentemente são utilizados como referenciais de países que lograram o êxito desejados na adoção de controles de capitais e fundamentam a defesa de países emergentes, em certas circunstâncias, dos usos temporários de certos tipos de controles. A Malásia, na ênfase do autor, tornou-se um caso privilegiado de estudo da eficiência, que opostamente à visão pessimista, a adoção dos controles de saída de capitais não representou o “desastre anunciado” no país. Nesse sentido, Holland (2016)

também menciona a experiência da Malásia e acresce a experiência da Tailândia. Ambos os países adotaram restrições durante crises financeiras e estudos empíricos sinalizam uma evidência de que os controles de capital foram eficazes em reduzir a volatilidade da taxa de juros, assim como os efeitos colaterais oriundos.

No que tange à experiência do Chile, Gregorio (2016) destaca que a maioria dos estudos referentes à adoção de controles de capitais não apresenta resultados com magnitude significativa. Ou seja, os efeitos da utilização desses instrumentos não representaram relevância econômica e, portanto, acabam sendo inexpressivos. O autor ressalta que ainda assim os resultados encontram significância estatísticas e comumente é encontrado que adoção de tais controles alteraram a composição das entradas, assim como a maturidade da dívida, citando que as estimativas referentes ao impacto total dos controles de capital e a redução do ingresso em 2% do PIB e os reflexos de curto prazo na taxa real de câmbio entre 2% e 2,5%.

Subbarao (2016) destaca a experiência da Índia e a importância da preservação da estabilidade macroeconômica e, portanto, a adoção de uma estratégia gradual, vis à vis as situações momentâneas, para conversibilidade da conta de capitais. Entretanto, como apresentado pelo autor, a crise deslocou a discussão e a imperatividade da conversibilidade da conta de capitais, advindo, deste modo, um debate sobre a eficiência dos controles. O autor destaca a experiência de seu país com relação aos controles, tal qual “na Índia, por exemplo, implementamos tanto os controles baseados no preço quanto os baseados na quantidade. Nossa experiência revelou que, embora mais eficientes a curto prazo, os controles quantitativos podem também ser um fator distorcido, além de ineficientes e não equitativos” (SUBBARAO, 2016, p.229).

Por outro lado, Carvalho e Sicsú (2004) ressaltam que alguns estudos consistem na análise quantitativa da existência ou não de controles de capitais, sem considerar: a distinção de controles que foram realmente aplicados, os objetivos específicos de cada controle, a abrangência destes controles e a intensidade destes quando implementados. Dessa maneira, concluem que o número de controles não é uma medida adequada da extensão em que o movimento de capitais é efetivamente restringido. Assim, a

“(...)primeira dificuldade resulta da natureza da informação disponível sobre controles. A informação mais completa, e mais utilizada, é gerada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), em seu levantamento anual intitulado *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Esse relatório lista os instrumentos utilizados em cada um dos países membros. Apesar de muito detalhado, esse tipo de informação não é necessariamente a mais

adequada à realização de qualquer teste empírico de eficácia de controles. Por um lado, a existência de um controle não informa sobre a efetividade de seu uso. Alguns países mantêm controles em sua legislação por precaução com relação a alguma futura necessidade, mais do que pela disposição em realmente colocá-los em operação” (CARVALHO E SICSÚ, 2004, p.179).

Além disto, como introduzido por Carvalho (2016), a volumosa literatura publicada a partir da década de 1990 apresenta um rápido amadurecimento sobre o tema e abrindo oportunidade para o aprofundamento, não só na existência de problemas que exijam a intervenção, mas também quais os instrumentos efetivamente devem ser considerados como controles de capitais. O debate empírico nesse sentido se insere como uma oportunidade para o aprofundamento, a qual compete examinar os instrumentos efetivamente existentes de controle e os efeitos provenientes da implementação.

CAPÍTULO II - A experiência brasileira com a liberalização financeira e os controles de capitais

II.1 A liberalização financeira após os anos 1990

Após o período caracterizado por crescimento elevado nas economias da América Latina entre os anos de 1930 e 1970, orientado por estratégias nacionais-desenvolvimentistas e de competência do Estado, através de investimentos em infraestrutura e em indústrias com alto risco e necessidade elevada de capital, a partir do modelo de substituição de importações, o Brasil mergulhou nos problemas de estabilidade de preços e endividamento externo, os quais iriam agravar-se ainda mais a partir da década de 1980, acompanhados por um baixo crescimento do produto, bem como na formação bruta de capital. Assim como apresentado por Oliveira (2012), o consenso referente a década de 80 é que foi uma década perdida, assim como pode ser verificado na forte deterioração das condições econômicas e sociais.

A exaustão das fontes externas de financiamento levou as finanças públicas à crise da dívida em 1982 e implicaram em um processo inflacionário que caracterizou o período. Nesse sentido, “com a economia estagnada, os investimentos retraídos, as finanças públicas em decomposição e os mercados financeiros instabilizados, o processo inflacionário quebrou recordes atrás de recordes, não apenas em relação aos patamares por ele alcançados, mas também no tocante ao seu ritmo de aceleração” (OLIVEIRA, 2012, p.28). A inflação e os desequilíbrios fiscais passam, portanto, a se caracterizar como problemas crônicos, levando a formulação e o insucesso de vários planos. A perda de eficiência dos instrumentos de política econômica, verificados pela incapacidade de produzir efeitos consistentes sobre a economia desorganizou e desestabilizou as expectativas do mercado, conduzindo a um período de forte volatilidade, acrescido ao quadro hiperinflacionário,

Neste cenário de profunda incerteza, em Washington, nos Estados Unidos, são propostas políticas econômicas alternativas para os países da América Latina. O Consenso de Washington como foi intitulado pelos economistas, implicava na remoção de barreiras à produção e à circulação de capitais, a desregulamentação das economias, a reforma do estado e a definição de direitos de propriedade. Em suma, ressurgiu o ideal liberal, a redução do Estado e a abertura, seja ela comercial ou de capital, tendo como “precedentes” os governos de Pinochet, Reagan e Thatcher, respectivamente dos países Chile, Estados Unidos e Grã-Bretanha. Em 1990, com as eleições do presidente Collor, sua equipe econômica passa a embasar e implementar no receituário neoliberal. Posteriormente,

“(...)havia uma forte disputa de projetos no bloco no poder, que foi ‘resolvida’ somente, a partir do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC) com a vitória da estratégia de ‘desenvolvimento’ liberal. Daí por diante advogou-se, de forma retórica e veemente, que a estabilidade monetária, o equilíbrio fiscal, a redução do papel do Estado na atividade econômica e a competitividade internacional levariam o Brasil ao caminho da ‘modernização’. Nasceu, então, o Plano Real como um novo modelo de ‘desenvolvimento’, que incluía dimensões tanto econômicas (programa de estabilização) quanto estruturais (reformas institucionais e administrativas)” (PINTO, 2008, p.01).

A consolidação do modelo de “desenvolvimento liberal” no governo FHC e as reformas institucionais do período foram consequências da necessidade de aportes de capitais decorrentes da crise, e tais propostas encontravam-se em linha com as medidas que as instituições financeiras internacionais impuseram, que limitavam fortemente a adoção do modelo desenvolvimentista, condicionando a concessão ao conjunto de recomendações de políticas econômicas, que concederiam maior credibilidade para o governo. Então, a partir do início da década de 1990, o país substituiu o modelo de crescimento desenvolvimentista pela “estratégia de desenvolvimento liberal”, formuladas com base no Consenso de Washington, a qual estava atrelada a política de abertura comercial, liberalização da conta financeira, elevadas taxas de juros e câmbio sobrevalorizado.

Tais mudanças na inserção externa brasileira implicaram na volta do financiamento externo abundante até 1997, permitindo superar a permanente escassez de divisas típicas da década anterior e que se expressava no baixo valor das reservas internacionais e na instabilidade da taxa de câmbio. A abertura permitiu, portanto, ampliar consideravelmente o montante de reservas internacionais assegurando a manutenção do valor externo da moeda.

A discussão, entretanto, em relação ao modelo de liberalização dos movimentos de capitais por meio da abertura da conta de capitais do balanço de pagamentos e a implementação de controle de capital, assim como apresentado por Carvalho (2006), iniciou-se já na segunda metade da década de 1990, mas ganhou destaque após 1998 com a adoção pelo governo da Malásia de controles impeditivos de saída de capitais, mediante a crise do balanço de pagamentos em 1997. Tais preocupações se intensificaram com a crise mexicana em meados dos anos 1990 e, mais tarde, com a crise asiática.

A crítica referente ao argumento da liberalização financeira, é que sua defesa consiste na validade dos pressupostos como a eficiência dos mercados, que é estruturado na existência de equilíbrios competitivos e de mecanismos que garantam a convergência das operações de mercado para esse equilíbrio. Entretanto, assim como exposto em Stiglitz (2016), os mercados econômicos não necessariamente são eficientes, estáveis ou se autocorrigem. Os modelos, que

são propostos pelos defensores da desregulamentação financeira, podem não analisar de forma adequada as crises e, conseqüentemente, orientar respostas inadequadas ao ignorar as limitações dos mercados, tais como incompletude, assimetrias de informação entre os agentes, externalidades e a possibilidade destes não agirem com racionalidade, tendo em vista que a existência de mercados imperfeitos podem e levam a previsões incorretas de preços futuros e a decisões ineficientes.

Neste sentido, Gregorio (2016) propõe que o objetivo inicial das economias emergentes seria orientado para desenvolver o sistema financeiro domésticos em seus níveis regulatórios e institucionais. Sendo assim, as

“(…)evidências dos efeitos positivos da integração financeira no desempenho econômico sofrem de imprecisão. A maioria das pesquisas e investigações encontrou efeitos pequenos ou não significantes, e a conclusão política é, geralmente de que para colher os benefícios de uma integração financeira, é preciso agir sob uma saudável estrutura regulatória e de supervisão. Certamente, uma integração financeira irrestrita já provou ser arriscada, e, na maioria das vezes, teve conseqüências bastantes negativas. Porém, as evidências não apoiam a autarquia financeira. De fato, também demonstram que à medida que um país cresce seu nível de integração aumenta” (GREGORIO, 2016, p.240).

De certo, não havendo uma relação direta entre a integração financeiras e o desempenho econômico, a proposta de “desenvolvimento liberal” se defronta com a possibilidade de tais políticas serem inadequadas. Não obstante o processo que se iniciou nos anos 90 e se consolidou como consenso no governo FHC, este se defrontou com as primeiras críticas já no final da década. Economias emergentes que incorreram com significativos efeitos das crises mexicanas e asiáticas enumeram as conseqüências referentes a este modelo e subsidiam a crítica referente defesa da liberalização financeira e seus pressupostos.

II.2 O imposto sobre Operações Financeiras no Brasil (IOF)

Esta seção toma como base a instituição do IOF e tem como referencial as informações dispostas no sítio da Receita Federal do Brasil (RFB), disponibilizadas pelo Ministério da Fazenda, que apresenta a evolução do tributo mediante Lei nº 5.143/1966 até as Instruções Normativas RFB nº 1.649/2016, que visam esclarecimentos aos Decretos anteriormente proferidos. O sítio sintetiza todas as disposições dos atos jurídicos que ocorreram a partir da instituição do imposto, sejam elas: Leis, Medidas Provisórias, Decretos, Decretos-Leis, Instruções Normativas, Atos Declaratórios e Portarias. Entretanto, assim como apresentado por Munhoz (2013) somente a partir da Lei nº 8.884, de 21 junho de 1994 que o IOF possui a completude das características para controle de capital.

Esta ressalva realizada pela autora é substancial, pois a Lei nº 5.143/1966 que instituiu o Imposto sobre Operações Financeiras, regulava a respectiva de cobrança somente sobre as operações de crédito e de seguro. A partir do Decreto-Lei nº 1.783 de 18 de abril de 1980, que dispõe sobre o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, e sobre Operações relativas a Títulos e Valores Mobiliários, o IOF passa a ganhar novos contornos que somente são consolidados na Lei nº 8.894/1994.

Entretanto, ainda a despeito da Lei nº 8.894/1994, Munhoz (2013) destaca que as alterações realizadas não foram referentes a incidência e sim ao que compete as alíquotas do tributo, visando dessa forma atuar como mecanismo de controle de capital, aumentando as restrições. A seção seguinte apresenta os principais resultados encontrados pelos pesquisadores que analisaram os efeitos do IOF como instrumento de controle financeiro. Ademais, os atos proferidos que se referem ao Imposto encontram-se em sua breve síntese no anexo I deste trabalho.

II.3 Estudos empíricos em relação a controle de capital

Os principais ensaios empíricos, que foram realizados referentes aos controles de capitais, compreendem em grande parte a utilização dos vetores autorregressivos (VAR) como método empírico. Nesta seção são apresentados seis estudos que compreendem a experiência restritamente brasileira. Cardoso e Goldfajn (1997) iniciam a análise a partir da construção do índice de controle de capital (ICC) e das variáveis fluxo de capital em relação ao PIB e spread de juros. Os resultados encontrados pelos autores, para o período que compreende janeiro de 1988 e dezembro de 1995, indicam uma redução dos fluxos de capitais no curto prazo (ao longo dos primeiros seis meses) após a introdução do controle.

O ICC, que foi elaborado pelos autores, é calculado em duas partes: a variação em relação à legislação de entrada de capital (ΔRI), atribuindo -1 para legislação liberalizante e +1 para o acréscimo de restrições e referente à legislação de saída de capital (ΔRO), análogo anterior. O índice orientou a análise de outros estudos tais como Andrade (2007), Garcia e Carvalho (2006) e Garcia e Chamon (2014) com resultados similares aos apresentados por Cardoso e Goldfajn (1997). Entretanto, assim como exposto por Carvalho e Sicsú (2004), o problema referente a utilização de índices de controle é referente a ausência de distinção dos mecanismos, assim como características existentes aos controles adotados.

O primeiro trabalho utilizando o ICC, que sucede a análise de Cardoso e Goldfajn (1997), é realizada por Andrade (2007), que analisa o período de janeiro de 1995 até dezembro de 2005. As variáveis utilizadas foram distintas; investimento em carteira, investimento direto, spread de juros, *Emerging Market Bond Index* (EMBI), taxa de câmbio. Ainda assim, os resultados encontrados são similares; os quais o aumento do imposto levou a redução temporária no investimento em carteira e na volatilidade da taxa de câmbio.

O estudo de Garcia e Carvalho (2006) compreende março de 1995 a janeiro de 2001 e difere-se, em grande parte, pela utilização de dummies para o período de crise e da taxa de juros interna diferencial da paridade coberta de juros. Ademais, retorna à utilização do investimento em carteira em proporção do PIB, conforme a literatura utilizada Goldfajn (1997). A conclusão, referente aos controles, é a redução da entrada do investimento de portfólio somente para um período de 2 a 6 meses, não sendo observado no longo prazo.

Semelhantemente, Garcia e Chamon (2014) estudaram o período de janeiro de 2009 a janeiro de 2012, compreendendo o período que sucede a crise econômica com base no ICC. Entretanto, o estudo apresentou uma distinção na metodologia, já que os autores adotaram o método dos mínimos quadrados ordinários e de variáveis instrumentais, e não se limitaram a taxa de câmbio e a taxa de juros (neste caso a interbancária): foram utilizadas também o índice Ibovespa e o índice de preço de commodities. Todavia, referente a conclusão, não observam mudanças significativas na taxa de câmbio, sendo ineficaz em conter a valorização do real.

Silva e Resende (2010) iniciam uma análise distinta da apresentada pelos anteriores. Tendo em vista que, diferentemente dos autores que partiram do ICC, os autores direcionam a análise a utilização do IOF como controle de capital, tomando como base a arrecadação do IOF. A análise compreende o período de janeiro de 1995 até dezembro de 2000, período que considera a mudança do plano real. As variáveis do modelo consistem em: arrecadação do IOF, taxa de juros interna, taxa de câmbio e investimento em carteira. Os resultados que foram encontrados são significantes para atração de capital externo pela elevação de juros e variações no câmbio e pouco influentes para IOF.

Por último, Munhoz (2013), que é base para este trabalho, compreende uma análise do 1995 a 2010 tomando como referência as variáveis apresentadas por Silva e Resende (2010), acrescentando a variável de risco e uma dummy em 2008, por representar uma quebra estrutural face à crise financeira global. A autora destaca que o câmbio e o EMBI foram significativos na

determinação do fluxo de capital. Entretanto, a despeito da variável de interesse, o efeito do IOF foi insignificante.

CAPÍTULO III - Análise empírica

III.1 Base de Dados

O objeto de análise refere-se abranger o período histórico adotado por Munhoz (2013) para compreender o ciclo recente em que a conjuntura e as variáveis utilizadas apresentaram uma variação expressiva, assim como captar o movimento de ingresso de capital com base na análise proposta. Se valendo, portanto, da metodologia utilizada de Vetores Autorregressivos (VAR), a proposta é investigar a eficiência do Imposto sobre Operações Financeiras e Cambiais (IOF) como instrumento de controle de capitais, assim como a relevância das variáveis financeiras que são associadas aos fluxos de capitais estrangeiros no país. As variáveis bases que são utilizadas por Munhoz (2013) são: a taxa de câmbio real média, o risco país medido pelo EMBI, o imposto arrecadado (IOF), a posição em reservas internacionais, a taxa de juros meta definida pelo Copom (Selic), o investimento estrangeiro em carteira e o investimento estrangeiro em renda fixa.

Os dados referentes a posição de Reservas Internacionais, Investimento estrangeiro em carteira e investimento estrangeiro em renda fixa que foram utilizados do balanço de pagamentos já se inserem na nova metodologia do Banco Central disponibilizada a partir de abril de 2015, através das quais estatísticas de setor externo da economia brasileira encontram-se em conformidade com a sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6), do FMI. No que compete a conta financeira, a tabela abaixo sintetiza a ressalva com relação ao regimento anterior.

Tabela 1: Mudanças no Balanço de Pagamentos

BPM6	BPM5
Aumentos de ativos e passivos com sinais positivos, e reduções de ativos e passivos com sinais negativos	Aumentos de ativos e reduções de passivos com sinais negativos, e reduções de ativos e aumentos de passivos com sinais positivos

Tabela 1: Fonte: Informações do Banco Central. Elaboração Própria

Tendo em vista que o IOF consiste em um tributo que incide sobre operações de câmbio, títulos e valores mobiliários, e que estes correspondem no balanço de pagamentos aos componentes da conta financeira, através do Sistema Gerador de Séries do Banco Central selecionou-se especificamente as séries de ingresso mensal de investimentos em carteira de ações (ICA) e a série de ingresso de investimentos em carteira de renda fixa (ICRF). Ao contrário de Munhoz (2013), que utilizou os fluxos líquidos das variáveis de investimentos, a

opção pelo ingresso se fez considerando as séries nº 22930 dos fluxos mensais de investimentos em carteira de ações, a série nº 22939 dos fluxos mensais de investimento em carteira de títulos de renda fixa em US\$ (milhões).

Estas variáveis fazem parte do componente de Investimentos em carteira da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos, que é segmentada por ativos e passivos. Os passivos, que são objetos dessa análise, compreendem as transações e posições realizadas por meio de títulos de dívida ou de capital e que podem ser classificados como ações e cotas em fundos e títulos de renda fixa, que correspondem as séries ICA e ICRF respectivamente. O primeiro engloba todos os direitos frente ao valor residual da empresa, ações negociadas ou não em bolsa e outros tipos de participação no capital, enquanto o segundo restringe-se aos instrumentos de dívida, que exigem o pagamento de juros e/ou principal.

III.2 Relação entre fluxos de capitais e as variáveis do modelo

As demais variáveis partem da mesma abordagem apresentada por Munhoz (2013). A taxa de câmbio (CÂMBIO) foi selecionada por mostrar relação direta do cenário internacional com os movimentos dos fluxos de capitais, a qual foi obtida através do sistema gerenciador de séries temporais do Banco Central do Brasil (SGS), especificamente a série de número 3698, que é referente às médias das taxas diárias para venda do período em referência (mês/ano), também conhecida no mercado como taxa (R\$/US\$), vigentes nas transações do mercado interbancário e ponderada pelo volume de transações.

A variável de risco (EMBI) é um índice que reflete o comportamento dos títulos da dívida externa brasileira, que corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por títulos brasileiros em relação a papéis de prazo de risco praticamente nulo, especificamente os Títulos do Tesouro dos Estados Unidos. O indicador mensura o excedente que se paga em relação à rentabilidade garantida pelos bônus do governo norte-americano, em que a cada 100 pontos expressos pelo risco Brasil, os títulos do país pagam uma sobretaxa de 1% sobre os papéis dos EUA. O risco referente ao país, e nesse caso especificamente ao Brasil, tornam-se importante por estratégia de alocação de ativos que consiste na definição de retorno e risco e foram coletados a partir do IPEADATA.

A variável de taxa de juros (SELIC) corresponde a Taxa Selic acumulada no mês anualizada em %, que é determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom), responsável em estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. A Taxa Selic

corresponde a taxa de financiamento no mercado interbancário para operações de um dia, ou *overnight*, que possuem lastro em títulos públicos federais. Em outras palavras, essa taxa é usada para operações de curtíssimo prazo entre os bancos que, quando querem tomar recursos emprestados de outros bancos por um dia, oferecem títulos públicos como lastro, visando reduzir o risco e, conseqüentemente, a remuneração da transação. Essa taxa serve de referência para todas as demais taxas de juros da economia e conseqüentemente é o principal instrumento para política monetária para o controle da inflação mediante redução excessiva da liquidez e contração da concessão de crédito, essa série histórica foi obtida pela SGS do Banco central, presente na série nº 4189.

As reservas internacionais (RESERVAS) em US\$ (milhões) compreendem as reservas em divisas conversíveis em títulos, moeda e depósito, posição de reservas no FMI, direitos especiais de saque, ouro, instrumentos de derivativos, empréstimos de não residentes não bancários e títulos adquiridos com acordo de recompra, que se caracterizam por ativos externos do país que estão disponíveis e estão mantidos pelo Banco Central do Brasil com o objetivo de financiar eventuais déficits do balanço de pagamentos. Esses dados são disponibilizados, mensalmente, a partir de janeiro de 2000 e que correspondem a série 3546 do SGS.

Foi incluída o índice de commodities, o *Commodity Research Bureau* (CRB), em nosso modelo, partindo da abordagem empírica de Abe et al. (2011) que observa uma forte correlação entre o índice de commodities, medido por meio do índice CRB, e o mercado de renda variável de países como África do Sul, Brasil, Chile, Índia e México – grandes exportadores de commodities – e da China, grande importadora¹. O índice CRB revela o movimento direcional dos preços no comércio global e foi obtido através do sistema da Bloomberg.

III.3 Referencial metodológico

A estimação do modelo para análise do IOF como controle de capital consiste na utilização da metodologia de Vetores Autorregressivos (VAR), conforme apresentado por Bueno (2011). A metodologia VAR torna-se válida para nosso modelo econômico face que os modelos univariados apresentam limitações e a estimação será expressa por meio de diferentes variáveis. Nesse sentido, o VAR torna-se mais apropriado para séries temporais multivariadas, consistindo em uma extensão de um modelo univariado autorregressivo. De modo geral, cada variável é uma função linear de suas próprias defasagens e de outras variáveis, e

¹ Ao final, a autora conclui que, após a crise, aumentou a relevância do preço das commodities sobre o mercado de renda variável.

compreendendo, dessa forma, em um sistema de equações lineares, em que cada variável é representada como função de perturbações aleatórias não correlacionadas entre si e, todas as variáveis pertencentes ao sistema possuem o número igual de defasagens. A princípio, considerando apenas a primeira defasagem estaríamos interessados em estimar:

- (i) $EMBI_t = \alpha_1 + \phi_1 EMBI_{t-1} + \phi_2 ICRF_{t-1} + \phi_3 ICA_{t-1} + \phi_4 IOF_{t-1} + \phi_5 SELIC_{t-1} + \phi_6 CAMBIO_{t-1} + \phi_7 CRB_{t-1} + \phi_8 RESERVAS_{t-1} + \varepsilon_t$
- (ii) $ICRF_t = \alpha_1 + \phi_1 EMBI_{t-1} + \phi_2 ICRF_{t-1} + \phi_3 ICA_{t-1} + \phi_4 IOF_{t-1} + \phi_5 SELIC_{t-1} + \phi_6 CAMBIO_{t-1} + \phi_7 CRB_{t-1} + \phi_8 RESERVAS_{t-1} + \varepsilon_t$
- (iii) $ICA_t = \alpha_1 + \phi_1 EMBI_{t-1} + \phi_2 ICRF_{t-1} + \phi_3 ICA_{t-1} + \phi_4 IOF_{t-1} + \phi_5 SELIC_{t-1} + \phi_6 CAMBIO_{t-1} + \phi_7 CRB_{t-1} + \phi_8 RESERVAS_{t-1} + \varepsilon_t$
- (iv) $IOF_t = \alpha_1 + \phi_1 EMBI_{t-1} + \phi_2 ICRF_{t-1} + \phi_3 ICA_{t-1} + \phi_4 IOF_{t-1} + \phi_5 SELIC_{t-1} + \phi_6 CAMBIO_{t-1} + \phi_7 CRB_{t-1} + \phi_8 RESERVAS_{t-1} + \varepsilon_t$
- (v) $SELIC_t = \alpha_1 + \phi_1 EMBI_{t-1} + \phi_2 ICRF_{t-1} + \phi_3 ICA_{t-1} + \phi_4 IOF_{t-1} + \phi_5 SELIC_{t-1} + \phi_6 CAMBIO_{t-1} + \phi_7 CRB_{t-1} + \phi_8 RESERVAS_{t-1} + \varepsilon_t$
- (vi) $CAMBIO_t = \alpha_1 + \phi_1 EMBI_{t-1} + \phi_2 ICRF_{t-1} + \phi_3 ICA_{t-1} + \phi_4 IOF_{t-1} + \phi_5 SELIC_{t-1} + \phi_6 CAMBIO_{t-1} + \phi_7 CRB_{t-1} + \phi_8 RESERVAS_{t-1} + \varepsilon_t$

A primeira especificação do modelo consiste em avaliar se as variáveis seguem um processo estocástico estacionário, o que significa examinar se suas médias e variância são constantes ao longo do tempo e o teste mais utilizado é o Argumented Dickey-Fuller (ADF). Entretanto, para garantir-se maior segurança nos resultados, foram realizados ainda os testes Phillips-Perron (PP), Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) e o Dickey-Fuller GLS (DF-GLS). A hipótese nula para os testes ADF, PP e DF-GLS é de que a série testada possui raiz unitária, sendo, portanto, não estacionária. O teste KPSS tem como hipótese nula a série não possuir raiz unitária e, portanto, ser estacionária.

As séries que apresentaram em nível com raiz unitária foram aplicadas a primeira diferença e adotado os testes novamente para séries estacionárias. A tabela 2 apresenta os resultados finais dos respectivos testes para as variáveis, as quais todas, com exceção da variável ICA, indicaram ser estacionárias na primeira diferença e, portanto, integradas de primeira ordem, I(1).

Tabela 2- Testes de Raiz Unitária para o modelo

Resultados dos Testes de Raiz Unitária (T-stat)							
	Nível, 1ª ou 2ª Diferença	Argmented Dickey-Fuller	Dickey-Fuller GLS	Phillips-Perron	Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin		
IOF	Primeira Diferença	-21,6 ***	-2,0	-23,9 ***	0,1 ***		
ICA	Nível	-7,2 ***	-3,4 ***	-28,8 ***	0,1 ***		
ICRF	Primeira Diferença	-4,4 ***	-0,5	-54,0 ***	0,1 ***		
Reservas	Primeira Diferença	-4,6 ***	-4,5 ***	-10,3 ***	0,2 ***		
Selic	Primeira Diferença	-8,5 ***	-2,0	-9,8 ***	0,0 ***		
Cambio	Primeira Diferença	-5,9 ***	-1,7	-10,7 ***	0,1 **		
EMBI	Primeira Diferença	-7,9 ***	-3,4 ***	-18,1 ***	0,1 ***		
CRB	Primeira Diferença	-10,8 ***	-5,2 ***	-11,2 ***	0,1 ***		

Tabela 2: Fonte: Resultados Eviews. Elaboração Própria

A definição do número de defasagens utilizadas para cada variável do sistema foi estabelecida através do critério de informação necessário para obter resíduos brancos que segue o processo recomendado por Bueno (2011), em que se minimiza o valor p para um dos modelos de critério de seleção, as quais referem-se ao modelo VAR (p) com ordens $p = 0, \dots, p_{max}$.

$$IC(p) = \ln|\hat{\Sigma}(p)| + C_T \varphi(n)$$

Onde $\hat{\Sigma}(p) = T^{-1} \sum_{t=1}^T \widehat{\varepsilon}_t \widehat{\varepsilon}_t'$ é a matriz de covariância residual, C_T é uma sequência indexada que depende do tamanho da amostra T, e $\varphi(n)$ é uma função que penaliza VAR modelos de ordem grande. O modelo ideal corresponde ao menor número de parâmetros que gere menor imprecisão nas estimativas. Os três critérios de informação mais comuns são o Akaike (AIC), Schwarz-Bayesiana (BIC) e Hannan-Quinn (HQ):

$$AIC(p) = \ln|\hat{\Sigma}(p)| + \frac{2}{T}pn^2$$

$$BIC(p) = \ln|\hat{\Sigma}(p)| + \frac{\ln T}{T}pn^2$$

$$HQ(p) = \ln|\hat{\Sigma}(p)| + 2 \frac{\ln \ln T}{T}pn^2$$

Em que pn^2 é o número total de parâmetros estimados em todas as equações. Bueno (2011) ressalta que o critério de AIC superestima a ordem com positiva probabilidade, funcionando melhor em pequenas amostras, e que os critérios BIC e HQ estimam a ordem de

forma assintoticamente consistente, embora o critério HQ ser mais fraco que o critério BIC. Além dos testes convencionais, a tabela também apresenta o resultado do Teste LR, que compara um VAR com p defasagens com um de p – 1, tendo como hipótese nula para todos os coeficientes das variáveis endógenas o valor igual a zero. A tabela 3 apresenta o output do Eviews para os testes descritos, em que o número ideal de lags apresentam a indicação (*).

Tabela 3 – Definição da ordem p para o modelo

VAR Lag Critério de Seleção de ordem						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-6262,759	NA	1,05E+20	63,123	63,421	63,244
1	-6030,008	444,449	1,45E+19	61,146	62.03947*	61.50749*
2	-5977,644	96,834	1,23E+19	60,981	62,471	61,584
3	-5934,703	76,820	1,15E+19	60,912	62,997	61,756
4	-5881,663	91,687	9.74e+18*	60.74033*	63,421	61,825
5	-5847,008	57,817	9,96E+18	60,754	64,031	62,080
6	-5813,842	53.33192*	1,04E+19	60,782	64,655	62,350
7	-5788,067	39,893	1,17E+19	60,885	65,353	62,694
8	-5764,825	34,571	1,36E+19	61,013	66,077	63,063

* Lag indicado para o critério de Seleção

Tabela 3: Fonte: Resultados Eviews. Elaboração Própria

Os critérios de SC e HQ sugerem a inclusão de uma defasagem ao modelo. Os critérios de AIC e FPE sugerem quatro defasagens, ao passo que o critério LR seleciona a inclusão de cinco defasagens. A especificação do modelo considera também os critérios de decisão de resíduos, cuja teoria aponta que estes devem satisfazer a condição de ruído branco.

Ainda que a ordem do modelo tenha ocorrido particularmente com critérios estatísticos, investigou-se a existência de autocorrelação dos resíduos. A autocorrelação, conforme apresentada por Bueno (2011) é entendida como a correlação entre as variáveis da série que podem decorrer de inércia, viés de especificação e ausência de estacionariedade. Ocorrendo autocorrelação, a consequência será que os estimadores apresentarão viés, subestimando variância dos resíduos e problemas na interpretação dos testes de significância. Diante do exposto, assim como Bueno (2011), foi utilizado o Teste LM de Breysch- Godfrey em modelo VAR. O teste diagnóstico de resíduos assume que no vetor de erros há ausência de autocorrelação residual, o qual seria $\epsilon_t = \phi_1 \epsilon_{t-1} + \phi_2 \epsilon_{t-2} + \dots + \phi_k \epsilon_{t-k} + \nu_t$, em que ν_t é um ruído branco. A hipótese nula e a alternativa do teste são:

$$H_0 = \phi_1 = \phi_2 = \dots = \phi_k = 0$$

$$H1 = \phi_t \neq 0 \text{ para pelo menos um } t \in (0, 1, 2, \dots, k)$$

O teste de Breusch-Godfrey (Serial Correlation LM test) é um dos testes mais utilizados e, considerando o nível de significância de 5%, se o p-valor for maior que 0,05 não se rejeita a hipótese nula de inexistência de autocorrelação. Enquanto que se o p-valor for menor que 0,05 rejeita-se a hipótese nula e, portanto, há autocorrelação. A estimativa do VAR com 1 ou 4 defasagens resultou em modelos cujos resíduos estavam fortemente autocorrelacionados. Para contornar esse problema, foi-se introduzindo sucessivamente um número maior de defasagens, até obter-se um modelo com resíduos bem-comportados. Ao final desse processo, optou-se por estimar o modelo com seis defasagens – que satisfaz as condições básicas de robustez, os resultados do teste para autocorrelação são apresentados na tabela 4 para o VAR (6).

Tabela 4 – Verificação de Existência de Correlação Serial

VAR Correlação Serial (LM Tests)		
Lags	LM-Stat	Prob
1	47,25746	0,0992
2	32,35028	0,6429
3	30,51984	0,7265
4	22,83211	0,9568
5	50,30312	0,0571
6	40,22418	0,2886
7	36,31136	0,4541
8	37,40603	0,4044

Probs from chi-square with 36 df.

Tabela 4: Fonte: Resultados Eviews. Elaboração Própria

A partir da definição das defasagens, testou-se a estabilidade do modelo VAR (6), o gráfico apresentado na figura 2 corresponde a análise AR ROOTS, na qual verifica-se que todas as representações em forma de ‘x’ se encontram dentro da demarcação do círculo, indicando que o modelo VAR (6) é estável. Em suma, os testes de robustez indicam que os resíduos do modelo estimado, com seis defasagens, são não correlacionados.

Figura 2 – Teste de Raiz Unitária

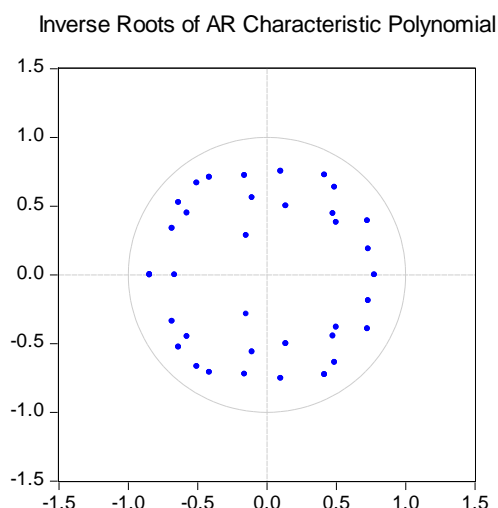


Figura 2: Fonte: Resultados Eviews. Elaboração Própria

No intuito de evitar o ordenamento arbitrário das variáveis, utilizou-se o teste de causalidade de Granger para as variáveis do modelo, buscando-se avaliar se determinada variável precede temporalmente – ou causa, no sentido de Granger – a outra, definindo um ordenamento estatisticamente consistente, através da significância conjunta de cada variável endógena defasada para cada equação do VAR. A ordem de Cholesky consiste em ordenar as variáveis das mais exógenas para as mais endógenas.

Tabela 5 – Teste de Causalidade de Granger no modelo

Var Causalidade de Granger/ Block Exogeneity Wald Tests							
Excluída	Chi-sq e Prob	Variável Dependente					
		D(EMBI)	D(ICRF)	D(ICA)	D(IOF)	D(SELIC)	D(CAMBIO)
D(EMBI)	Chi-sq	-	3,20	4,32	1,96	51,41	90,02
	Prob	-	0,78	0,63	0,92	0,00	0,00
D(ICRF)	Chi-sq	1,26	-	10,85	17,79	2,71	17,79
	Prob	0,97	-	0,09	0,01	0,84	0,01
D(ICA)	Chi-sq	1,48	8,77	-	6,32	7,51	11,28
	Prob	0,96	0,19	-	0,39	0,28	0,08
D(IOF)	Chi-sq	0,30	16,02	6,25	-	8,65	6,71
	Prob	1,00	0,01	0,40	-	0,19	0,35
D(SELIC)	Chi-sq	2,97	1,50	2,79	8,40	-	3,25
	Prob	0,81	0,96	0,84	0,21	-	0,78
D(CAMBIO)	Chi-sq	12,53	11,16	9,60	4,38	7,48	-
	Prob	0,05	0,08	0,14	0,63	0,28	-
Total	Chi-sq	18,44	36,62	26,66	47,70	102,15	130,73
	Prob	0,95	0,19	0,64	0,02	0,00	0,00

Tabela 5: Fonte: Resultados Eviews. Elaboração Própria

Em virtude da dificuldade de interpretar os coeficientes estimados para o modelo VAR, é comum estimar os resultados mediante a Função de Resposta aos Impulsos, a qual se verifica os efeitos sentidos de cada variável sobre as demais variáveis endógenas. Ou seja, o princípio que desejamos para uma variável é que a influência dos choques sobre essa variável tenda a anular-se à medida que o tempo passa, desaparecendo na história da série, dado que o objetivo deste trabalho consiste em decompor e discriminar a dinâmica de choques do IOF sobre os fluxos de capitais, e em que medida esses funcionam como controle de capital.

III.4 Resultados do Var

A amostra selecionada que corresponde ao período de janeiro de 1999 até março de 2016 compreendeu 208 observações. O período selecionado visa incorporar o ciclo mais recente, a qual remete a crises internacionais e nacionais, caracterizado por uma elevada vulnerabilidade externa e fluxos de capitais com alta volatilidade.

A análise da tabela 6, que apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na modelagem VAR, permite verificar o comportamento destas variáveis na amostra. As variáveis que representam ingressos financeiros apresentam fortes oscilações no período, apontando grande discrepância em relação aos seus valores máximo e mínimo, indicando a instabilidade inerente a essas variáveis e o seu forte grau especulativo, enquanto as variáveis restantes apresentaram comportamentos mais comportados. O modelo estimado permite analisar a interação entre as seis variáveis macroeconômicas, estabelecendo relações bilaterais entre todas as variáveis.

Tabela 6 – Estáticas descritivas das variáveis

Tabela Descritiva dos dados								
	CAMBIO	CRB	EMBI	ICA	ICRF	IOF	RESERVAS	SELIC
Média	2,3	360	483	6448	4252	1346	179.376	14,8
Mediana	2,2	362	313	6052	2958	668	162.030	13,7
Máximo	4,1	575	2395	36218	18899	3141	379.157	43,3
Mínimo	1,5	206	142	314	215	205	28.265	7,1
Desvio Padrão	0,6	105	389	5889	3674	1020	138.945	5,6
Observações	208	208	208	208	208	208	208	208

Tabela 6: Fonte: Resultados Eviews. Elaboração Própria

Em vista que o objeto de análise corresponde mensurar a eficiência do IOF como controle de capital, estimamos as funções de impulso-resposta, assim como apresentado por Bueno (2011), para mensurar o sentido dos efeitos de cada variável sobre as demais; em

particular analisar as respostas das séries de ingressos financeiros aos impulsos das demais variáveis e principalmente do IOF. A função impulso-resposta no VAR busca responder qual a trajetória da série dado um choque estrutural. A definição da ordenação das variáveis considerado é referente ao teste de causalidade de Granger conforme já apresentado.

Figura 3 – Gráficos das Funções Impulso Resposta das variáveis

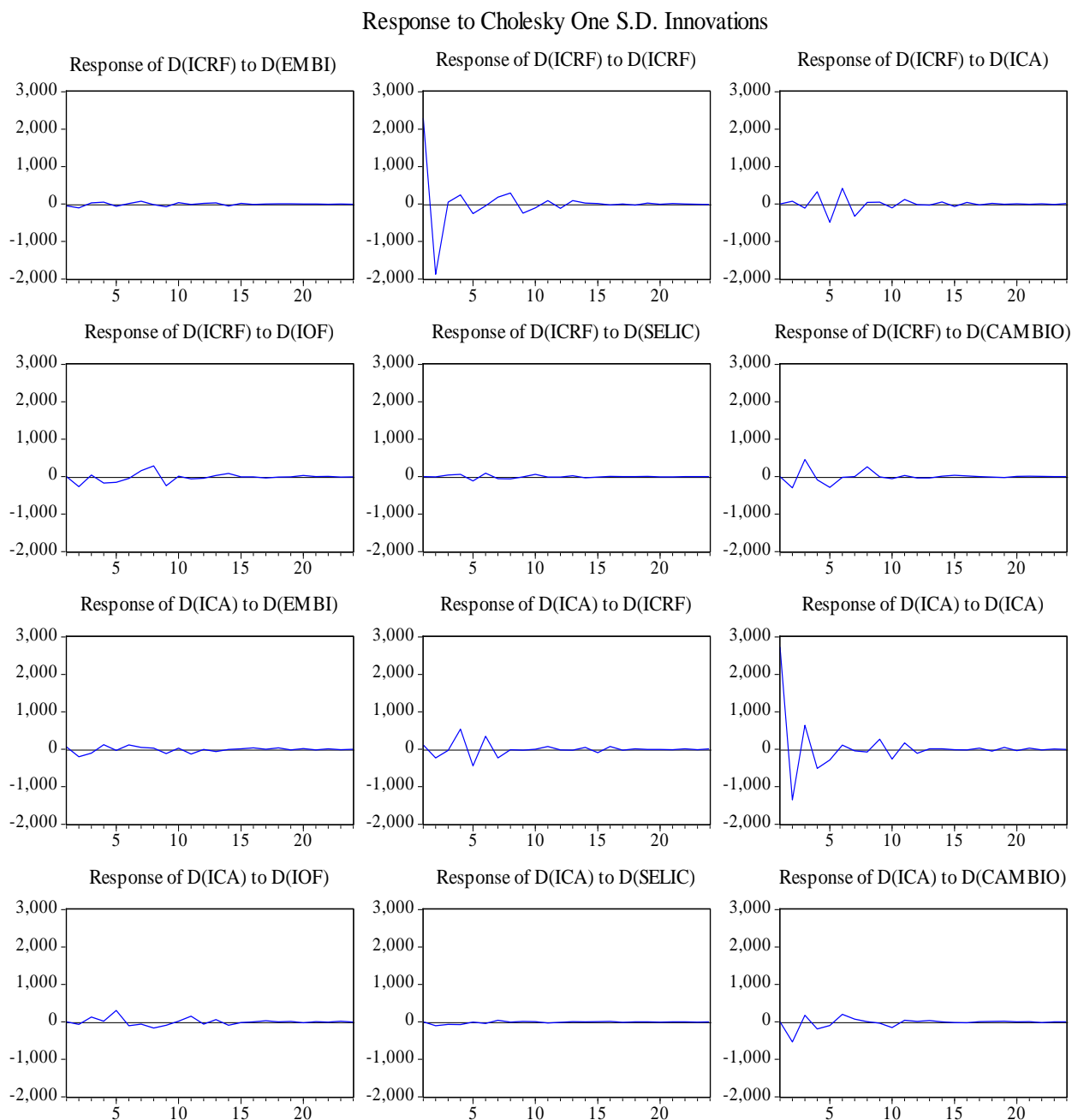


Figura 3: Fonte: Resultados Eviews.

A partir da função impulso resposta, presente nos gráficos da Figura 3, é possível analisar os efeitos sobre o ingresso de investimento estrangeiro em carteira de renda fixa e na carteira de ações. O primeiro gráfico corresponde ao impulso da variável EMBI sobre a variável ICRF, as quais respondem com uma redução do ingresso a partir de um choque da variável de

risco, os efeitos desta variável são pouco expressivos e tendem a desaparecer ao longo do primeiro ano. Os resultados obtidos não mostram que o risco de crédito brasileiro desempenhou uma influência significativa no comportamento dos fluxos estudados, especificamente a atração de capital.

Ao contrário da variável EMBI, o efeito de um choque da própria variável sobre ela mesma, presente no segundo gráfico, tende a aumentar o ingresso no período seguinte. Entretanto, esse influxo se reduz nos meses que se sucedem e os efeitos desse choque somente são atenuados no segundo ano. Segundo Oreiro (2004), uma explicação alternativa a essa resposta do impulso da variável sobre ela mesma pode-se referir a um comportamento manada, isto é, “um outro elemento que pode induzir a emergência de um consenso pessimista é o chamado *comportamento de manada (herding behavior)*, que é definido como uma situação na qual o comportamento de um determinado grupo de agentes é *imitado* por todos os demais agentes” (Oreiro, 2004, p.12).

O terceiro gráfico não apresenta efeitos expressivos nos primeiros meses em relação ao choque da variável de ingresso para carteira de ações sobre o influxo em renda fixa. Entretanto, a partir do quarto mês os efeitos aumentam, embora não possuam uma extensão similar aos demais choques. Em resposta a Selic, e a despeito de o choque da taxa de juros tenha elevado a entrada de capital para renda fixa, era esperado que esse efeito fosse ainda maior e mais expressivo.

Uma possível explicação para o movimento apresentado pode ser referente à decisão de investimento ser baseado na diferença entre as taxas de juros e não somente pela taxa de juros brasileira. Por outro lado, um choque da Selic pode ser vinculado a percepção de um aumento do endividamento do país e a desconfiança com relação a sua possibilidade de pagar sua dívida, ou risco de inflação.

Por fim, em relação aos impulsos de renda fixa, o choque da taxa de câmbio reduz a entrada de capital nos primeiros meses e os efeitos desse choque desaparecem no início do segundo ano. A expectativa de desvalorização expressiva da moeda pode levar os agentes econômicos, enquanto demandantes de títulos, a exigirem taxas nominais de juros mais altas que incorporem a desvalorização da taxa de câmbio, o que pode explicar o comportamento apresentado de redução de ingresso de capital para renda fixa a partir de choque da variável de câmbio.

O segundo conjunto de gráficos da figura 3 é referente a relação as respostas da variável de carteira de ações em relação aos impulsos das demais variáveis do modelo. Observa-se no gráfico sete que o comportamento foi semelhante ao apresentado no ingresso referente a carteira de renda fixa para um impulso da variável de risco, em que os efeitos de um choque do EMBI implicaram em uma redução na entrada de capital para carteira de ações. Entretanto, os efeitos sobre ICRF foram superiores aos ICA, assim como os efeitos do choque na variável prolongou-se comparativamente.

No gráfico oito, o choque da variável de ingresso de capital de renda fixa sobre ICA elevou a entrada de capital no primeiro período, mas apresentou movimento pendular ao longo do primeiro ano e suavização já no primeiro ano. De forma mais expressiva, o efeito de um choque da própria variável sobre ela mesma (gráfico nove) aumentou o ingresso no período seguinte. Entretanto, esse influxo se reduz e os efeitos são atenuados no primeiro ano. Com relação a Taxa Selic (gráfico dez), o choque desta variável apresentou uma leve contração do ingresso de capital no primeiro ano, movimento mais uniforme e em linha com a literatura, dado que o aumento da taxa de juros implica em uma elevação da taxa de retorno dos investimentos necessários para a carteira de ações, que possibilite vantagens para o investidor.

E por último, o choque da variável da taxa de câmbio, reduz significativamente o ingresso de capital nos períodos seguintes, isso porque a desvalorização do real frente ao dólar está diretamente relacionada com as inversões monetárias para o país, a qual a taxa de câmbio é variável de referência para atratividade dos investimentos. Outra consideração importante referente aos efeitos dessa variável sobre o ingresso de capital é que,

"(...)naturalmente, para a pesquisa em torno dos controles de capitais como análogo de regulação financeira, é preciso não apenas considerar o mercado de câmbio apenas pela inclusão de mais um preço relativo, mas também como fonte de mais um conjunto de riscos, notadamente o risco gerado pela volatilidade desse preço (isto é, volatilidade cambial) e pela possibilidade de insolvência em compromissos aceitos em moeda estrangeira (como, por exemplo, no caso de empresas que captam empréstimos externos e cuja solvência passa a depender não só de sua própria capacidade de geração de receitas, mas também das condições em que essa receita pode ser convertida na moeda escolhida como meio de pagamento do contrato da dívida" (CARVALHO, 2004, p.253)

Ao que compete ao choque da variável IOF, que orienta o estudo deste trabalho, podemos observar um distinto efeito sobre as variáveis de ingresso de capital. Isso ocorre porque a variável ICRF (gráfico quatro) apresentou efeitos mais expressivos de redução do ingresso de capital nos primeiros meses em comparação com a ICA (gráfico dez), ainda que os

efeitos deste choque tenham perdurado de forma mais expressiva em comparação com os demais choques, com exceção dos choques das próprias variáveis sobre elas.

A tabela 7 da Decomposição da Variância, diferentemente da análise das respostas aos impulsos, corresponde à porcentagem da variância de erro de previsão decorrente de cada variável endógena do modelo, com a qual é possível observar o valor relativo dos efeitos de cada variável sobre o erro de previsão das demais variáveis e, conseqüentemente, o sentido dos efeitos não serão mais importantes. Nesse sentido, possibilita-se uma análise global dos efeitos desses choques sobre as variáveis de estudo e em última instancia compreender se os choques de IOF seriam eficazes como barreira de entrada para ingresso de capitais especulativos, e por isso poderiam ser classificados como controle de capitais para o caso brasileiro.

Tabela 7 – Decomposição da Variância (ADV)

Decomposição da Variância para D(ICRF):							
Período	S.E.	D(EMBI)	D(ICRF)	D(ICA)	D(IOF)	D(SELIC)	D(CAMBIO)
1	116,02	0,04	99,96	0,00	0,00	0,00	0,00
2	120,44	0,15	98,00	0,06	0,80	0,00	0,98
3	130,86	0,16	95,59	0,20	0,81	0,02	3,23
4	131,68	0,18	94,09	1,34	1,09	0,06	3,23
5	133,04	0,21	90,70	3,69	1,28	0,20	3,92
6	133,20	0,21	89,00	5,39	1,27	0,27	3,85
12	137,24	0,32	85,79	6,38	2,83	0,36	4,31
24	137,51	0,36	85,54	6,46	2,93	0,38	4,34
Cholesky Ordering: D(EMBI) D(ICRF) D(ICA) D(IOF) D(SELIC) D(CAMBIO)							
Decomposição da Variância para D(ICA):							
Período	S.E.	D(EMBI)	D(ICRF)	D(ICA)	D(IOF)	D(SELIC)	D(CAMBIO)
1	2291,65	0,05	0,19	99,76	0,00	0,00	0,00
2	2991,48	0,45	0,71	95,74	0,05	0,11	2,95
3	3029,40	0,53	0,68	95,31	0,22	0,15	3,11
4	3063,87	0,64	3,33	92,37	0,21	0,19	3,28
5	3132,00	0,62	4,98	89,94	1,02	0,18	3,25
6	3162,19	0,73	5,98	88,47	1,09	0,19	3,54
12	3258,89	0,99	6,28	87,18	1,63	0,21	3,70
24	3265,80	1,05	6,41	86,87	1,74	0,22	3,71
Cholesky Ordering: D(EMBI) D(ICRF) D(ICA) D(IOF) D(SELIC) D(CAMBIO)							

Tabela 7: Fonte: Resultados Eviews. Elaboração Própria

Destacamos a decomposição da variância das variáveis ICA e ICRF, já que o objetivo com a análise ADV é mostrar como os fluxos de capitais especulativos reagem diante dos choques das outras variáveis. Durante o primeiro mês, as variáveis IOF, Selic e Câmbio não

explicaram os movimentos apresentados nas variáveis de ingresso de capital. Ao longo do período de 24 meses, a variação do ingresso de capital para renda fixa foi explicada em 2,93% aproximadamente por IOF, sendo em ICA explicada em uma variância ainda menor de 1,74%. Se destaca o forte componente inercial referente ao choque das próprias variáveis sobre elas que compreendem a 85,54% para ICRF e 86,87% para ICA.

Ainda que em relação ao ingresso de capital, a metodologia da qual partimos para essa análise, tenha apresentado efeitos menores para o período de 1995 até 2011, ainda assim observamos por meio da análise empírica do modelo VAR que o IOF como medida para controlar a entrada de capitais na economia brasileira tem pouca eficácia. O seu uso, tal como ele é utilizado atualmente, mostra-se incapaz de conter o ingresso dos fluxos especulativos, permanecendo, portanto, o desafio de conter elevado grau de especulação dos fluxos financeiros possibilitados pela liberalização financeira.

CONCLUSÃO

A corrente do Consenso de Washington, que estruturou a política macroeconômica após os anos 1990, substituiu o modelo de crescimento desenvolvimentista por um modelo liberal, o qual consiste em: política de abertura comercial, liberalização da conta financeira, elevadas taxas de juros e câmbio sobrevalorizado. Nesse sentido, após os anos 1990 ressurgiu uma agenda de redução do Estado e abertura (seja ela comercial ou de capital) e, assim como apresentado, o argumento da liberalização financeira consiste na validade dos pressupostos como a eficiência dos mercados, mediante equilíbrios competitivos.

A crítica introduzida neste trabalho é que os mercados não necessariamente são eficientes, estáveis ou se autocorrigem, o que consiste em um risco de mudanças autônomas e espontâneas nas expectativas dos agentes econômicos a respeito da capacidade do país em honrar seus compromissos externos. De modo semelhante, as hipóteses de mercados incompletos, assimetria de informação e incertezas do tipo kightiana, sobre um cenário de excessiva mobilidade dos capitais de curto prazo, podem implicar para a gestão macroeconômica em: um aumento da fragilidade externa da economia com a possibilidade de reversão súbita da entrada de capitais de curto prazo e a ocorrência de crises no balanço de pagamentos, uma perda de autonomia na condução da política monetária e uma apreciação do câmbio real.

É nesta perspectiva que a literatura referente a defesa de controles de capitais se inserem; como instrumentos de intervenção no funcionamento dos mercados e com objetivo de mitigar os riscos provenientes dos fluxos mais voláteis na conta de capital. Foram apresentados a partir dessa prerrogativa os diferentes tipos de controles, assim como uma breve introdução referente a experiência internacional no que diz a utilização destas ferramentas de gerenciamento. A partir do segundo capítulo, no entanto, foram apresentados os debates acerca do controle de capitais com a perspectiva do Brasil, seja referente a agenda liberalização, seja pelos estudos empíricos referente a utilização dos controles de capitais, o qual foram enfatizados o imposto sobre operações financeiras e o seu breve histórico desde a sua implementação jurídica.

Neste trabalho, à luz da literatura dos controles de capitais, buscou-se não somente apresentar os conceitos, mas também a análise da utilização dos controles de capitais, principalmente na economia brasileira após os anos 2008. Tendo como pano de fundo o estudo de Munhoz (2013), testou-se a hipótese de que os controles adotados naquele período foram eficazes em reduzir a movimentação de capitais. Para tanto, foi adotado o método de estimação

de Vetores Autorregressivos como uma metodologia alternativa para se testar tais hipóteses. Os resultados observados mostram que o IOF como medida para controlar a entrada de capitais na economia brasileira é pouco eficaz. O seu uso, tal como ele é utilizado atualmente, mostra-se incapaz de conter o ingresso dos fluxos especulativos, permanecendo, portanto, o desafio de conter elevado grau de especulação dos fluxos financeiros possibilitados pela liberalização financeira.

A implicação subjacente a esta conclusão é que possivelmente os controles indutores de mercado, a partir da análise do IOF, e em linha com os trabalhos empíricos realizados por Munhoz (2013) não se revelaram eficazes em conter o ingresso de capital, e conseqüentemente podem não ser suficientes para a finalidade final de reduzir a vulnerabilidade externa ou dar autonomia para a política monetária. Ainda assim, como apresentado por Carvalho (2004), a agenda de estudos em relação a adoção dos controles de capitais tem avançado bastante ao longo das últimas décadas e diante das incertezas recentes, propiciamente se faz ainda mais primordial o aprofundamento da temática tratada nesta monografia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, C.H.C. Fluxos de capitais para o Brasil: a efetividade dos controles entre 1995 a 2005. **Dissertação de mestrado – UFP**, João Pessoa, 2007

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G; MAURO. P. Introdução: Repensando a Política Macroeconômica II – Esmiuçando. In: AKERLOF. G (ed) et al. **O que nós aprendemos: a política macroeconômica no pós-crise**. Rio de Janeiro, Alta books, 2016

BUENO, R.L.S. **Econometria de Séries Temporais**, 1 .ed, São Paulo, Cengage Learning, 2011

CARDOSO, E.; GOLDFAJN, I. “Capital flows to Brazil: The endogeneity of capital control”. **IMF Working Paper**, v.97, p. 115, Set.1997.

CARVALHO, F.J.C.; SICSÚ, J. Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, n. 2, p. 163-184, abr./jun. 2004.

CARVALHO, F.J.C. Controle de Capitais uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v.8, n.2, p. 283-298, jul./dez. 2004.

CARVALHO, F.J.C. Controle de Capitais uma agenda de pesquisa. In: SICSÚ, J.(org.); FILHO, F.F.(ORG.). **Câmbio e controles de Capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. 1 .ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GARCIA, M.G.P; CARVALHO, B.S.M. “Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties”. **Working Paper Series, National Bureau of Economic Research**, n.12283, 2006.

GARCIA, M.G.P; CHAMON, M. Capital controls in Brazil: effective?. **IMF, Paper presented at the 15th Jacques Polak Annual Research Conference**, 2014.

GREGORIO, J. Gerenciamento do Fluxo de Capitais e da Conta de Capitais. In: AKERLOF. G (ed) et al. **O que nós aprendemos: a política macroeconômica no pós-crise**. Rio de Janeiro, Alta books, 2016

HOLLAND, M. Gerenciando as Entradas de Capital no Brasil In: AKERLOF. G (ed) et al. **O que nós aprendemos: a política macroeconômica no pós-crise**. Rio de Janeiro, Alta books, 2016

MUNHOZ, V.C.V. Vulnerabilidade externa e controle de capitais no Brasil: uma análise das inter-relações entre câmbio, fluxos de capitais, IOF, juros e risco-país. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v.23 n.2, Mai./ago. 2013

OLIVEIRA, F. Política Econômica, Estagnação e crise mundial: Brasil, 1980-2010. Rio de Janeiro: Beco do Azogue, 2012.

OREIRO, J.L. Autonomia de política econômica, fragilidade externa e equilíbrio do balanço de pagamentos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 13, n. 2 (23), p. 1-22, jul./dez. 2004.

PINTO, E. C.; BALANCO, Paulo . O ajuste estrutural brasileiro dos anos 90: a ampliação da desarticulação setorial e social. **Cadernos do CEAS**, Salvador, v. 229, p. 39-70, 2008.

SEBASTIAN, E. “How effective are capital controls?”. **Working Paper Series, National Bureau of Economic Research**, Cambridge, n. 7413, nov.1999.

SICSÚ, J.(org.); FILHO, F.F.(ORG.). **Câmbio e controles de Capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. 1 .ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

SILVA, G. J. C.; RESENDE, M. F. C. Eficácia dos controles de capitais no Brasil: Uma abordagem teórica e empírica alternativa. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 40, 2010

STIGLITZ, J. E. As lições da Crise do Atlântico Norte para a Teoria e a Política Econômica. In: AKERLOF. G (ed) et al. **O que nós aprendemos: a política macroeconômica no pós-crise**. Rio de Janeiro, Alta books, 2016

SUBBARAO, D. Gerenciamento da Conta de Capitais: Rumo a um novo consenso? In: AKERLOF. G (ed) et al. **O que nós aprendemos: a política macroeconômica no pós-crise**. Rio de Janeiro, Alta books, 2016

Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Disponível em: < <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/> >. Acesso em 11 de junho de 2016.

IPEADATA, Disponível em: < <http://www.ipeadata.gov.br/> >. Acesso em 11 de junho de 2016.

Perguntas frequentes (FAQs) sobre a conversão de BPM5 para BPM6, Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/faqbpm6p.pdf> >. Acesso em 10 de agosto de 2016.

Legislação do Imposto sobre Operações Financeira, Disponível em: < <http://idg.receita.fazenda.gov.br/acesso-rapido/legislacao/legislacao-por-assunto/imposto-sobre-operacoes-de-credito-cambio-e-seguro-ou-relativas-a-titulos-ou-valores-mobiliarios-iof> >. Acesso em 15 de agosto de 2016.

